



Commission de Surveillance
du Secteur Financier

Circulaire CSSF 25/901

concernant les fonds
d'investissement spécialisés,
les sociétés d'investissement
en capital à risque et les
organismes de placement
collectif soumis à la partie II
de la loi du 17 décembre 2010

Circulaire CSSF 25/901

concernant les fonds d'investissement spécialisés, les sociétés d'investissement en capital à risque et les organismes de placement collectif soumis à la partie II de la loi du 17 décembre 2010

À tous les fonds d'investissement spécialisés (FIS), les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR) et les organismes de placement collectif soumis à la partie II de la loi du 17 décembre 2010 (OPC Partie II) et toutes les personnes qui interviennent dans le fonctionnement et le contrôle de ces fonds.

Luxembourg, le 19 décembre 2025

Mesdames, Messieurs,

La présente circulaire s'inscrit dans un effort plus large de modernisation, de clarification et de simplification.

Hormis certaines exceptions, elle s'adresse à tous les fonds d'investissement qui sont soumis à un agrément de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (ci-après « CSSF ») sur base de la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés, de la loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque ou de la partie II de la loi du 17 décembre 2010 relative aux organismes de placement collectif.

La circulaire abroge les circulaires CSSF 02/80, CSSF 07/309, CSSF 06/241 ainsi que les chapitres G et I de la circulaire IML 91/75 et rend inapplicables les dispositions de la circulaire CSSF 08/356 ainsi que le chapitre H de la circulaire IML 91/75 aux OPC Partie II. Elle remplace ces circulaires tout en conservant leurs principes fondamentaux, mais en les adaptant à l'expérience pratique acquise depuis leur parution. Elle rassemble l'ensemble des dispositions en un seul texte en assurant une cohérence dans la terminologie employée. Elle apporte une flexibilité justifiée par le type d'investisseur ciblé et permet à la CSSF d'accorder des dérogations sur base d'une justification dûment motivée.

La circulaire ne remet pas en cause les règles adoptées par les fonds ou compartiments agréés par la CSSF avant la date d'entrée en vigueur de la circulaire.

Sans préjudice des dispositions qui précèdent et du point 50 de la présente circulaire, la CSSF s'attend à ce que les dirigeants des FIS, SICAR et OPC Partie II, ainsi que les personnes impliquées dans le fonctionnement, la gestion et le contrôle de ces fonds, veillent, dans le cadre de leurs responsabilités respectives, à ce que les FIS, SICAR et OPC Partie II concernés se conforment aux dispositions de la présente circulaire.

Pour l'illustration des concepts généraux qui sous-tendent cette circulaire, il est fait référence au document intitulé « Recueil des concepts et termes clés utilisés dans le domaine des fonds d'investissement autres que les OPCVM et les MMF et explications sur la manière dont la CSSF les comprend » (mis à jour périodiquement).

TABLE DES MATIÈRES

1.	Définitions et abréviations	4
2.	Champ d'application et bases légales	5
2.1.	Champ d'application.....	5
2.2.	Bases légales	5
3.	Notion de valeur (FIS et OPC Partie II)	6
4.	Limites d'investissement.....	6
4.1.	Principes et dérogations.....	6
4.2.	Applications et dépassements.....	8
5.	Notion de valeur représentative de capital à risque (SICAR).....	8
5.1.	Critères d'appréciation.....	9
5.2.	Restrictions spécifiques.....	10
6.	Techniques	12
7.	Emprunt	12
8.	Transparence	13
8.1.	au niveau des investissements	13
8.2.	au niveau des rachats et souscriptions.....	14
8.3.	au niveau de l'emprunt.....	15
8.4.	au niveau d'autres informations.....	15
9.	Entrée en vigueur, dispositions transitoires et dispositions abrogatoires	16

1. Définitions et abréviations

Au sens de la présente circulaire, on entend par :

Circulaire CSSF 02/80 : la circulaire CSSF 02/80 concernant les règles spécifiques applicables aux organismes de placement collectif luxembourgeois adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives.

Circulaire CSSF 06/241 : la circulaire CSSF 06/241 concernant la notion de capital à risque au sens de la Loi SICAR.

Circulaire CSSF 07/309 : la circulaire CSSF 07/309 concernant la répartition des risques dans le contexte des fonds d'investissement spécialisés.

Circulaire CSSF 08/356 : la circulaire CSSF 08/356 concernant les règles applicables aux organismes de placement collectif lorsqu'ils recourent à certaines techniques et instruments qui ont pour objet les valeurs mobilières et les instruments du marché monétaire.

Circulaire IML 91/75 : la circulaire IML 91/75 (telle que modifiée par les circulaires CSSF 05/177, 18/697, 21/790 et 22/811) concernant la révision et refonte des règles auxquelles sont soumis les organismes luxembourgeois qui relèvent de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif.

Directive GFIA : la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, telle que modifiée.

Directive OPCVM : 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), telle que modifiée.

Document de vente : le prospectus pour les OPC Partie II et les SICAR et le document d'émission pour les FIS.

ELTIF : un fonds européen d'investissement à long terme au sens du règlement (UE) 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme, tel que modifié.

EuVECA : un fonds de capital-risque européen au sens du règlement (UE) n° 345/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens, tel que modifié.

EuSEF : un fonds d'entrepreneuriat social européen au sens du règlement (UE) n° 346/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens, tel que modifié.

FIS : un fonds d'investissement spécialisé soumis à la Loi FIS.

FIA : un fonds d'investissement alternatif au sens de la Directive GFIA et de la Loi GFIA.

Investisseur averti : un investisseur averti, tel que défini par la Loi FIS ou la Loi SICAR.

Investisseur de détail non averti : un investisseur de détail, tel que défini par la Directive GFIA et la Loi GFIA, qui ne correspond pas aux critères d'un investisseur averti, tel que défini dans la Loi FIS ou la Loi SICAR.

Investisseur professionnel : un investisseur professionnel, tel que défini par la Directive GFIA et la Loi GFIA.

Loi GFIA : la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, telle que modifiée.

Loi FIS : la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés, telle que modifiée.

Loi OPC : la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif, telle que modifiée.

Loi SICAR : la loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque, telle que modifiée.

MMF : un fonds monétaire au sens du règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires.

OPC Partie II : un organisme de placement collectif soumis à la partie II de la Loi OPC.

OPCVM : un organisme de placement collectif en valeurs mobilières au sens de la Directive OPCVM.

Règlement SFR : le règlement (UE) 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) no 648/2012, tel que modifié.

Règlement 2017/1129 : le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, tel que modifié.

SICAR : une société d'investissement en capital à risque soumise à la Loi SICAR.

2. Champ d'application et bases légales

2.1. Champ d'application

1. La présente circulaire s'applique à tout FIS, toute SICAR et tout OPC Partie II (ci-après « **fonds** ») ainsi qu'à chacun de ses compartiments (ci-après « **compartiment** »), si ledit fonds est constitué sous forme d'un fonds à compartiments multiples.
2. Elle ne s'applique pas lorsque le fonds ou le compartiment est :
 - a. agréé en tant que fonds européen d'investissement à long terme (ELTIF) ;
 - b. agréé en tant que fonds monétaire (MMF) ;
 - c. labellisé fonds de capital-risque européen (EuVECA) ou fonds d'entrepreneuriat social européen (EuSEF) ; ou
 - d. fermé au rachat et agréé avant la date d'application de la présente circulaire.

2.2. Bases légales

3. La circulaire se base sur :
 - l'article 71, paragraphe 2, de la Loi FIS, l'article 3, paragraphe 3, de la Loi SICAR et l'article 181, paragraphe 2, de la Loi OPC, en ce qui concerne l'établissement d'une politique d'investissement ;

- l'article 1^{er}, paragraphe 1, de la Loi FIS, l'article 1^{er}, paragraphe 1, de la Loi SICAR et les articles 89, paragraphe 1, 93, paragraphe 1, et 97 de la Loi OPC, en ce qui concerne la notion de valeur ;
- l'article 1^{er}, paragraphe 2, de la Loi SICAR, en ce qui concerne la notion de capital à risque ;
- l'article 1^{er}, paragraphe 1, de la Loi FIS et les articles 89, paragraphe 1, 93, paragraphe 1, et 97 de la Loi OPC, en ce qui concerne la notion de répartition des risques ;
- les articles 53 et 71, paragraphe 2, de la Loi FIS, les articles 3, paragraphe 3, et 24, paragraphe 1, de la Loi SICAR et les articles 151, paragraphe 1, et 181, paragraphe 2, de la Loi OPC, en ce qui concerne les éléments à inclure dans le document de vente.

3. Notion de valeur (FIS et OPC Partie II)

4. Le présent chapitre a pour objet de fournir des clarifications sur la notion de valeur, à laquelle se réfèrent l'article 1^{er}, paragraphe 1, de la Loi FIS et les articles 89, paragraphe 1, 93, paragraphe 1, et 97 de la Loi OPC.
5. En principe, la notion de « **valeur** » recouvre tout type d'investissement pouvant faire l'objet d'une garde par le dépositaire du FIS ou de l'OPC Partie II.
6. Pour tomber sous l'exemption prévue au point d) de l'article 3 de la directive OPCVM, un FIS ou un OPC Partie II doit avoir une politique d'investissement et d'emprunt distincte de celle d'un OPCVM, si son objectif principal est d'investir dans des valeurs éligibles sous ladite directive.

4. Limites d'investissement

4.1. Principes et dérogations

7. Le présent chapitre a pour objet de fournir des précisions sur la notion de répartition des risques, à laquelle se réfèrent l'article 1^{er}, paragraphe 1, de la Loi FIS et les articles 89, paragraphe 1, 93, paragraphe 1, et 97 de la Loi OPC. Lesdites lois ne définissent pas cette notion. Son interprétation repose depuis son origine sur des limites de placement quantifiables exprimées en pourcentages maximaux (ci-après « **limites d'investissement** ») s'appliquant sur une base de calcul prédéfinie. Cette base de calcul prédéfinie correspond en principe aux actifs ou aux engagements de souscrire du fonds ou du compartiment, mais il est possible de prévoir une autre base de calcul, à condition de pouvoir la justifier auprès de la CSSF et que celle-ci l'accepte.
8. Pour les fonds ou les compartiments dont les titres peuvent être commercialisés auprès d'investisseurs de détail non avertis, la CSSF considère que le principe de la répartition des risques est respecté si les limites d'investissement suivent les lignes de conduite suivantes :
 - a. Un tel fonds ou compartiment peut investir jusqu'à 25% de ses actifs ou de ses engagements de souscrire dans :

- i. une seule et même entité ou personne. Cette limite ne s'applique pas aux titres émis ou garantis par un État membre de l'OCDE ou par ses collectivités publiques territoriales ou par les institutions et organismes supranationaux à caractère communautaire, régional ou mondial.
 - ii. dans un seul et même organisme de placement collectif ou autre véhicule d'investissement. Cette limite ne s'applique pas si une répartition des risques comparable ou plus stricte à celle prévue par le présent point est assurée au niveau de l'organisme de placement ou du véhicule d'investissement cible conformément au document de vente de ce dernier ou aux lois et réglementations qui lui sont applicables. Cette limite n'affecte pas les exigences énoncées à l'article 15 de la Directive GFIA, lorsque celle-ci s'applique.
 - iii. une seule et même autre valeur. Ne sont pas considérées comme des valeurs distinctes, les valeurs, par exemple immobilières, dont la viabilité économique est étroitement liée au point que ces valeurs forment un ensemble économique unique.
 - b. Les ventes à découvert ne peuvent pas avoir pour conséquence que le fonds ou le compartiment détienne une position à découvert sur des titres émis par une même entité qui représentent plus que ce qui est indiqué sous le point 8(a).
 - c. Lors de l'utilisation d'instruments financiers dérivés, le fonds ou le compartiment doit assurer, par une diversification appropriée des actifs sous-jacents, une répartition des risques comparable. Dans le même objectif, le risque de contrepartie (i) non compensé par un organisme de compensation ou (ii) non mitigé par des sûretés telles qu'un gage ou un transfert de propriété doit être limité en fonction de la qualité et de la qualification de la contrepartie.
 - d. Un tel fonds ou compartiment peut investir jusqu'à 50% de ses actifs dans un seul et même investissement d'infrastructure. Est considéré comme un investissement d'infrastructure, l'acquisition d'un tel bien ou l'exposition à un tel bien.
9. Chaque compartiment d'un organisme de placement collectif ou autre véhicule d'investissement, ainsi que chaque compartiment d'un véhicule de titrisation, peut être considéré comme un organisme de placement collectif ou une entité distincte, à condition que le principe de la ségrégation des engagements des différents compartiments à l'égard des tiers soit assuré.
10. En cas de recours à des véhicules intermédiaires, quelle que soit leur forme juridique, les limites d'investissement s'appliquent aux investissements effectués par leur intermédiaire, et non aux véhicules eux-mêmes.
11. La limite énoncée au point 8 :
- alinéas a) à c), est portée à 50% pour les fonds ou compartiments dont les titres sont réservés à des investisseurs avertis ou professionnels.
 - alinéa d) est portée à 70% pour les fonds ou compartiments dont les titres sont réservés à des investisseurs avertis ou professionnels.
12. La CSSF peut accorder d'autres dérogations par rapport aux limites énoncées ci-dessus sur base d'une justification dûment motivée. En fonction d'une politique d'investissement spécifique, la CSSF peut également demander au fonds ou au compartiment de respecter certaines restrictions d'investissement supplémentaires.
13. La Loi SICAR ne fait pas référence à une répartition des risques. Cela n'empêche toutefois pas une SICAR de fixer des limites d'investissement dans son document de vente.

4.2. Applications et dépassements

14. Le document de vente peut prévoir des périodes durant lesquelles les limites d'investissement ne s'appliquent pas encore ou ne s'appliquent plus. Ce qui suit est sans préjudice de ce que permet et requiert l'article 15 de la Directive GFIA.
15. Le document de vente peut ainsi prévoir que les limites d'investissement ne s'appliquent pas durant la période de *ramp-up*, qui, en principe, est censée permettre au fonds ou au compartiment de constituer son portefeuille. Celle-ci doit être définie en tenant compte de ce qui suit :
 - a. Lorsque le fonds ou le compartiment a pour objet principal d'investir dans des valeurs éligibles sous la Directive OPCVM, il peut prévoir dans son document de vente la possibilité de déroger aux limites d'investissement pendant une période allant jusqu'à douze mois suivant son lancement. La date de lancement du fonds ou du compartiment coïncide en principe avec la date de la première souscription de parts ou d'actions dans ledit fonds ou compartiment.
 - b. Lorsque le fonds ou le compartiment a pour objectif d'effectuer des investissements privés, qui requièrent généralement plus de temps pour leur négociation, la période de *ramp-up* peut être plus longue, mais en principe pas supérieure à quatre ans à compter de la date de lancement du fonds ou du compartiment. Dans des circonstances exceptionnelles, ce délai peut être prolongé, sous réserve que cette prolongation soit dûment justifiée auprès de la CSSF et acceptée par celle-ci. En principe, la durée maximale de cette prolongation supplémentaire est d'un an. Dans tous les cas, la période de *ramp-up* doit être limitée à une durée raisonnable, qui soit conforme aux besoins spécifiques liés à la politique d'investissement du fonds ou du compartiment concerné.
16. Lorsque le fonds ou le compartiment a pour objectif d'effectuer des investissements privés, le document de vente peut prévoir que les limites d'investissement cessent de s'appliquer durant la période de *wind-down*.
17. Pendant les périodes où les limites d'investissement ne s'appliquent pas, le fonds ou le compartiment ne doit pas être exposé à des risques excessifs ou à des conflits d'intérêts non identifiés au préalable. Les liquidités disponibles peuvent être temporairement investies conformément à ce qui est prévu dans le document de vente.
18. Une SICAR qui prévoit des limites d'investissement dans son document de vente peut également prévoir des périodes de *ramp-up* ou de *wind-down* durant lesquelles ces limites ne s'appliquent pas.

5. Notion de valeur représentative de capital à risque (SICAR)

19. Le présent chapitre a pour objet de fournir des clarifications sur les notions de capital à risque et de valeur, auxquelles se réfèrent les paragraphes 1 et 2 de l'article 1^{er} de la Loi SICAR. Il énonce les critères sur lesquels la CSSF se base pour apprécier l'acceptabilité de la politique d'investissement proposée pour une SICAR.
20. Selon la Loi SICAR, l'objet d'une SICAR est de placer ses fonds en valeurs représentatives de capital à risque dans le but de faire bénéficier les investisseurs des résultats de la gestion de ses actifs en contrepartie du risque qu'ils supportent. La Loi SICAR définit le placement en capital à risque comme l'apport de fonds direct ou indirect à des entités en vue de leur lancement, de leur développement ou de leur introduction en bourse.

Sont visées, les stratégies de type capital-investissement et plus particulièrement celles de capital-risque, mais potentiellement aussi les stratégies de financement d'une entreprise non cotée par le biais de la dette.

21. En effet, l'apport en fonds par la SICAR peut prendre différentes formes. Il peut par exemple, s'agir d'apports en capital, d'octroi de prêts, de souscriptions d'obligations, de financements relais ou de financements mezzanine. Il n'est pas toujours nécessaire d'injecter de nouveaux capitaux par voie d'une augmentation de capital. L'acquisition de titres représentant du capital à risque sur le marché secondaire est également éligible.
22. Compte tenu de leur objectif spécifique, tous les actifs détenus par une SICAR autres que le placement en capital à risque doivent être compatibles avec cet objectif.

5.1. Critères d'appréciation

23. Le capital à risque au sens de la Loi SICAR se caractérise par la réunion simultanée de deux éléments, à savoir une volonté de développement de l'entité cible et un risque spécifique :
 - La notion de développement est comprise comme des démarches effectuées en vue de créer de la valeur au niveau de l'entité cible. L'augmentation de la valeur financière de l'entreprise en est une conséquence attendue. Ces démarches peuvent prendre différentes formes, mais il n'est pas acceptable qu'une SICAR se contente de détenir simplement une participation et d'attendre passivement que la valeur augmente pour ensuite la revendre (voir aussi le point 25). L'apport de fonds à des entités en vue de leur création ou de leur introduction en bourse implique en soi une volonté de développement de ces entités cibles.
 - Le risque spécifique associé aux investissements de la SICAR doit dépasser le simple risque de marché. Plusieurs aspects peuvent être pris en compte à cet égard (par exemple, le nombre et le type d'entités cibles, leurs activités et leurs marchés, le degré de maturité, le projet de développement, la période de détention prévue). Le critère de la localisation géographique des entités cibles pris isolément ne suffit pas toujours à justifier le caractère de capital à risque. Une analyse au cas par cas peut être nécessaire, sur la base des arguments développés dans le dossier d'agrément, pour prouver la nature de capital à risque.
24. Un autre critère est également pertinent pour apprécier si une politique d'investissement relève du capital à risque, à savoir :
 - La stratégie de sortie : contrairement à une société holding qui acquiert des actifs en vue de les conserver, l'objectif d'une SICAR est, en principe, d'acquérir des actifs financiers dans le but de les revendre avec une plus-value après une période de détention. L'investissement doit être limité dans le temps, c'est-à-dire que la SICAR doit avoir pour objectif de céder l'investissement. Il s'agit d'un indicateur clé permettant d'évaluer l'intention réelle de la SICAR de vendre l'investissement en question lorsqu'il arrive à maturité ou après le développement effectué par la SICAR. La Loi SICAR ne limite pas la manière dont la SICAR se désengage de l'entité dans laquelle elle a investi, que ce soit par une vente privée d'actifs ou de participations ou par une introduction en bourse (IPO).
25. D'une manière générale, la SICAR doit disposer d'un certain degré de contrôle (supervision) pour s'assurer que les montants investis seront au final utilisés pour

développer l'entité cible, comme indiqué au point 23. Ceci est particulièrement important si la SICAR investit indirectement (voir le point 27), mais également si elle investit directement. Une SICAR intervient ainsi souvent activement dans la gestion des entités cibles, par le biais d'une représentation au sein de leurs organes de gestion ou autrement. Elle peut chercher à créer de la valeur au niveau de l'entreprise cible au travers d'un large spectre de mesures comme par exemple de mesures de structuration, de restructuration, de lancement, de modernisation, de recherche ou de prospection, ou plus généralement en promouvant toute mesure susceptible d'augmenter ou d'améliorer l'allocation des ressources en vue de la création de valeur. Toutefois, si d'autres facteurs, tels que le mode de financement utilisé, la nature des parties impliquées ou leur rémunération, indiquent que l'investissement relève du capital-risque, l'intervention active de la SICAR n'est pas nécessairement requise. Le facteur « gestion active » est également pertinent lorsque la SICAR investit dans une seule entreprise cible.

26. La CSSF s'attend à ce qu'une description du respect de l'exigence du capital à risque sur la base des critères mentionnés ci-dessus soit incluse dans le dossier d'agrément soumis à la CSSF. Il en est de même pour toute soumission d'une demande d'agrément pour un nouveau compartiment d'une SICAR à compartiments multiples existante. Par ailleurs, elle s'attend à ce que le document de vente de la SICAR contienne des informations sur les critères de capital à risque. Le document de vente doit notamment inclure une description de la stratégie de sortie des investissements, en énumérant de manière non exhaustive les moyens par lesquels la SICAR entend se séparer de ses investissements dans les entités cibles, et indiquer la période de détention envisagée. Lorsque la SICAR envisage d'investir, à travers des fonds cibles dans des investissements éligibles, le document de vente doit contenir une mention générale indiquant que les fonds cibles respectent le critère de la stratégie de sortie, tel que décrit ci-dessus.

5.2. Restrictions spécifiques

27. Pour les SICAR, les restrictions suivantes résultent de la notion de capital à risque :
- Titres : Le critère du capital à risque n'est pas nécessairement remis en cause dans le cas d'investissements dans des titres cotés, par exemple lorsque les titres sont cotés sur une bourse qui ne répond pas aux exigences applicables aux marchés réglementés éligibles sous la Directive OPCVM ou lorsque les titres, bien qu'étant cotés sur un tel marché réglementé, ont été émis par une entité représentant du capital à risque au sens de la Loi SICAR. De même, l'investissement dans certains titres cotés peut être éligible s'il est associé à un projet de développement spécifique de l'entité cible ou s'il vise à retirer un titre de la cotation sur un tel marché réglementé. Les petites capitalisations (small caps), par exemple, peuvent constituer des investissements éligibles pour une SICAR. Par ailleurs, l'introduction en bourse d'une entité ne signifie pas nécessairement que la SICAR doit se séparer de l'investissement (par exemple, période de lock-up en bourse, accompagnement post-cotation). En principe, les investissements dans des ABS, des CDO et autres titres similaires ne sont pas éligibles pour les SICAR.
 - Liquidités : La politique d'investissement d'une SICAR peut prévoir, comme méthode de gestion des liquidités en attente d'investissement, le placement temporaire de ces liquidités dans des titres cotés liquides à faible risque de marché (par exemple, des dépôts, MMF, instruments du marché monétaire). Les

liquidités en attente d'investissement, de réinvestissement ou de distribution doivent être gérées et, le cas échéant, investies avec prudence et en bon père de famille afin de préserver le capital des sommes temporairement investies. Une SICAR peut également détenir des liquidités pour répondre à des besoins de trésorerie, notamment pour payer ses prestataires de services ou ses autres créanciers.

- **Dette** : Le financement mezzanine est un mode de financement éligible, à condition que l'entité cible qui reçoit les financements réponde aux critères d'éligibilité en tant que capital à risque (par exemple, s'il s'agit d'une société non cotée). Ce n'est pas le cas si le bénéficiaire du financement mezzanine est une société cotée, sauf si le financement est accordé dans le cadre d'un projet de développement spécifique, comme un retrait de la cote. Les investissements dans des financements mezzanine existants ou des dettes en souffrance sont également éligibles si l'objectif est d'augmenter la valeur des investissements en restructurant les entreprises concernées.
- **Instruments dérivés** : Une SICAR peut utiliser des produits dérivés à des fins de couverture ou si de telles opérations sont nécessaires à la réalisation de sa politique d'investissement. Toutefois, les investissements dans des produits dérivés ne peuvent pas constituer l'objet de sa politique d'investissement, car ils ne servent pas, en principe, à créer de la valeur en soi ou à contribuer au développement de l'entité cible.
- **Actifs immobiliers ou d'infrastructure** : L'investissement d'une SICAR dans de tels actifs n'est possible que par le biais de véhicules intermédiaires (par exemple, des SPV) ou de fonds immobiliers. Les actifs immobiliers sous-jacents doivent répondre aux critères de capital-risque examinés dans la section 5.1.
- **Matières premières** : L'acceptabilité d'une politique visant à investir dans des matières premières est évaluée par la CSSF au cas par cas, notamment par rapport aux critères énoncés à la section 5.1. La SICAR ne peut en aucun cas investir directement dans des matières premières. Toutefois, des investissements indirects via le risque lié à l'investissement dans des sociétés exploitant des matières premières sont possibles. Dans tous les cas, les critères de risque et de développement doivent être identifiables au niveau des entités dans lesquelles la SICAR investit, de manière directe ou indirecte.
- **Organismes de placement collectif ou autres véhicules d'investissement** : La Loi SICAR autorise de manière générale les investissements indirects dans des valeurs représentant du capital à risque. Lorsque l'investissement est réalisé par l'intermédiaire d'un organisme de placement collectif ou autre véhicule d'investissement, ceux-ci doivent poursuivre un objectif conforme à la politique d'investissement de la SICAR concernée. En particulier, l'investissement indirect par l'intermédiaire d'un fonds de capital-investissement ou de capital-risque est acceptable dans la mesure où la politique d'investissement des fonds cibles les restreint à l'investissement dans des actifs éligibles en tant que capital à risque au sens de la Loi SICAR. La même approche s'applique aux investissements dans des fonds immobiliers. En revanche, les fonds spéculatifs (*hedge funds*) ne constituent généralement pas un investissement éligible pour les SICAR, car ils ne poursuivent pas l'objectif primaire de créer de la valeur au niveau des entités cibles.
- **Investissements par le biais d'un véhicule intermédiaire**: La Loi SICAR autorise de manière générale les investissements indirects dans des valeurs représentant

du capital à risque. L'investissement indirect par le biais d'un véhicule intermédiaire est acceptable dans la mesure où l'objet de ce véhicule le restreint à investir dans des actifs éligibles en tant que capital à risque au sens de la Loi SICAR. Dans ce cas, la SICAR doit mettre en place des mesures adéquates lui permettant d'assurer que l'argent entrant dans la structure d'investissement soit effectivement destiné à des investissements en capital à risque.

6. Techniques

28. Dans le cadre de leur politique d'investissement, les FIS et les OPC Partie II peuvent recourir à des techniques pour gérer plus efficacement leur portefeuille et détenir à cet effet, par exemple, des positions dans des accords de prise ou de mise en pension, des accords d'emprunt ou de prêt de titres, ou autres types d'accords. Pour les SICAR, il convient de se référer aux principes généraux formulés au chapitre 5, qui limitent le recours à de telles techniques au regard de l'objectif spécifique de la SICAR.
29. L'utilisation de ces techniques doit être conforme au principe d'agir dans l'intérêt des investisseurs du fonds ou du compartiment et ne doit pas entraîner un changement de ses objectifs d'investissement ou une prise de risques plus élevée que celle qui a été communiquée aux investisseurs. Les techniques doivent être économiquement appropriées, c'est-à-dire que leur mise en œuvre doit être rentable ou permettre d'atteindre un ou plusieurs des objectifs suivants : (a) réduction du risque, (b) réduction des coûts ou (c) génération de capital ou de revenus supplémentaires pour le fonds ou le compartiment.
30. Le fonds ou le compartiment doit assurer, par une diversification appropriée des sûretés reçues, une répartition des risques comparable à celle indiquée à la section 4.1. Dans le même objectif, le risque de contrepartie (i) non compensé par un organisme de compensation ou (ii) non mitigé par des sûretés telles qu'un gage ou un transfert de propriété doit être limité en fonction de la qualité et de la qualification de la contrepartie.

7. Emprunt

31. Un FIS ou un OPC Partie II peut emprunter des liquidités. Ces liquidités peuvent notamment servir à effectuer des investissements, à couvrir des coûts et des dépenses, ou à honorer des rachats. Pour les SICAR, il convient de se référer aux principes généraux énoncés dans le chapitre 5, qui limitent le recours à l'emprunt au regard de l'objectif spécifique de la SICAR. Lorsqu'il contracte un emprunt, le fonds ou le compartiment peut grever des actifs.
32. L'emprunt à des fins d'investissement ne doit en principe pas dépasser 70% des actifs ou des engagements de souscrire du fonds ou du compartiment, si celui-ci est commercialisé auprès d'investisseurs de détail non avertis. Dans le cas où les titres du fonds ou du compartiment sont réservés à des investisseurs avertis ou professionnels, cette limite ne s'applique pas. Ces fonds ou compartiments fixent leur propre limite d'emprunt maximale.
33. Les accords d'emprunt temporaire entièrement couverts par les engagements de capitaux des investisseurs ne sont généralement pas considérés comme des emprunts. Il en va de même, en principe, pour tout titre de créance émis par le fonds ou le

- compartiment dont les revenus sont liés à la performance des actifs du portefeuille du fonds ou du compartiment concerné.
34. Ce qui précède est sans préjudice des exigences applicables en matière de calcul de l'effet de levier.

8. Transparency

35. Les exigences formulées ci-après sont sans préjudice des informations que le gestionnaire est tenu, le cas échéant, de communiquer en vertu de l'article 23 de la Directive GFIA. Elles visent à préciser certaines informations dans le document de vente jugées importantes et sont basées respectivement sur les articles 53 et 71, paragraphe 2, de la Loi FIS, les articles 3, paragraphe 3 et 24, paragraphe 1, de la Loi SICAR et les articles 151, paragraphe 1 et 181, paragraphe 2, de la Loi OPC.
36. Un fonds ou un compartiment qui est tenu de publier un prospectus conformément au règlement 2017/1129 ajoute les informations mentionnées au chapitre 8 à son prospectus, sauf si elles sont incompatibles avec les informations requises par ce règlement.
37. Les informations fournies dans le document de vente du fonds ou du compartiment, doivent être correctes, claires et non trompeuses, afin de permettre aux investisseurs de juger en pleine connaissance de cause de l'investissement qui leur est proposé.

8.1. au niveau des investissements

38. Le document de vente doit préciser la politique d'investissement du fonds ou du compartiment, notamment les objectifs et les stratégies d'investissement, la composition du portefeuille, les classes d'actifs dans lesquelles il peut investir, les limites d'investissement et leur base de calcul, et, le cas échéant, le recours à des véhicules intermédiaires. Il doit renseigner sur les risques et les conflits potentiels associés aux investissements envisagés. Pour les fonds ou compartiments qui investissent principalement dans des actifs moins liquides, le document de vente doit aborder la situation dans laquelle le fonds ou le compartiment se retrouve avec des liquidités importantes qu'il doit pouvoir investir temporairement dans des actifs liquides.
39. Lorsqu'un fonds ou un compartiment envisage d'investir dans des organismes de placement collectif ou autres véhicules d'investissement, cette possibilité doit être mentionnée de manière expresse dans le document de vente. Si le fonds ou le compartiment est commercialisé auprès d'investisseurs de détail non avertis et envisage d'investir plus de 25% de ses actifs ou de ses engagements de souscrire dans un organisme de placement collectif ou autre véhicule d'investissement, il doit le prévoir expressément dans son document de vente, en précisant qu'une répartition comparable ou plus stricte à celle prévue au point 8 est assurée au niveau de l'organisme de placement collectif ou autre véhicule d'investissement cible, conformément au document de vente de celui-ci ou aux lois et réglementations qui lui sont applicables. Si l'organisme de placement collectif ou autre véhicule d'investissement cible n'est pas surveillé ou enregistré auprès d'une autorité avec laquelle la CSSF peut coopérer sur la base d'un accord de coopération, ceci doit être clairement indiqué dans le document de vente et pris en compte au niveau des risques communiqués aux investisseurs. Lorsqu'il est prévu d'effectuer des investissements dans des organismes de placement collectif ou autres

véhicules d'investissement du même initiateur ou gestionnaire, le document de vente doit préciser la nature des droits ou frais que ceux-ci peuvent occasionner.

40. Lorsqu'un fonds ou un compartiment souhaite utiliser les techniques mentionnées au chapitre 6, il doit l'indiquer expressément dans son document de vente. Le document de vente doit préciser les types d'opérations envisagées et les conditions et limites de leur réalisation. Si les espèces reçues à titre de sûreté peuvent être réinvesties, le document de vente doit énoncer les conditions et limites de ces réinvestissements. Il doit comprendre une description des risques inhérents à ces opérations. Ce qui précède n'affecte pas les informations exigées par le schéma B annexé au règlement SFTR, qui s'applique aux FIA gérés par un GFIA autorisé.
41. La manière dont le produit de la vente ou de la cession des actifs est distribué, le cas échéant, doit être clairement définie dans le document de vente.

8.2. au niveau des rachats et souscriptions

42. Les conditions et modalités de souscription doivent être décrites dans le document de vente.
43. Si les investisseurs ont le droit de présenter leurs titres au rachat, le document de vente doit clairement décrire ces droits, ainsi que les conditions et modalités y afférentes. À cet effet, le document de vente précise notamment les points suivants :
 - la fréquence de rachat;
 - les délais de préavis et de paiement éventuels ;
 - les autres conditions et modalités applicables, s'il y en a ;
 - les outils de gestion de la liquidité disponibles avec une description succincte mais pertinente de leur fonctionnement et des conditions de leur activation ;
 - la manière dont les ordres de rachat sont exécutés ;
 - pour toute limite quantitative, le traitement de la partie non exécutée des ordres de rachat, c'est-à-dire s'ils sont automatiquement annulés ou transférés à la date de rachat suivante, jusqu'à ce qu'ils soient entièrement exécutés.
44. Si la partie non exécutée des ordres de rachat est transférée, le document de vente doit notamment préciser (i) si les ordres concernés bénéficieront ou non d'une priorité par rapport aux nouveaux ordres de rachat et (ii) quelle valeur nette d'inventaire s'appliquera, dans ce cas. Un autre traitement des ordres que celui décrit ci-dessus n'est pas exclu, à condition qu'il soit conforme aux exigences de la Directive GFIA, si elle s'applique, et puisse être justifié auprès de la CSSF, qui devra l'accepter.
45. En référence à l'article 157, paragraphe 2, de la Loi OPC, il est précisé que la date de détermination du prix d'émission et du prix de rachat dépend de la fréquence d'émission et de rachat des titres. Si les investisseurs ont le droit de présenter leurs titres au rachat, la fréquence de rachat est à déterminer en fonction de la politique d'investissement du fonds ou du compartiment. La politique d'investissement du fonds ou du compartiment, surtout lorsqu'elle prévoit des investissements privés, peut justifier une fréquence de rachat moins élevée que mensuelle. La fréquence de rachat ne coïncide pas nécessairement avec la fréquence d'émission. Ce qui précède n'affecte pas le calcul de la valeur nette d'inventaire qui doit être effectué conformément aux lois et réglementations en vigueur.

8.3. au niveau de l'emprunt

46. Si le fonds ou le compartiment envisage de recourir à l'emprunt, il doit indiquer la limite maximale d'emprunt dans son document de vente. Cette limite doit être conforme à celle énoncée dans la première phrase du point 32 pour les fonds et les compartiments auxquels cette dernière s'applique.

8.4. au niveau d'autres informations

47. Si le fonds ou le compartiment peut être commercialisé auprès d'investisseurs de détail non avertis et investit de manière significative dans des investissements privés, le document de vente doit contenir, un avertissement indiquant que l'investissement dans le fonds ou le compartiment peut comporter un risque élevé, qu'il ne convient qu'aux personnes capables d'assumer ce risque et qu'il est conseillé au souscripteur moyen d'y investir uniquement une partie des sommes destinées au placement à long terme. Si, en outre, la durée de vie du fonds ou du compartiment ou la période durant laquelle les investisseurs ne pourront pas sortir du fonds ou du compartiment dépasse ou risque de dépasser dix ans, le document de vente doit comprendre un avertissement indiquant que le fonds ou le compartiment peut ne pas convenir aux investisseurs qui ne sont pas en mesure de maintenir un engagement sur une telle période.
48. Le document de vente doit comprendre une description des procédures pouvant être mises en œuvre pour changer la politique d'investissement ou apporter tout autre changement matériel. Ces procédures doivent être conformes aux lois et réglementations en vigueur. Un préavis avec possibilité de rachat sans frais peut, le cas échéant, être requis.
49. Les prolongations de la durée de vie d'un fonds ou d'un compartiment d'un an, et ce jusqu'à trois fois au maximum, sont possibles, si ces prolongations sont nécessaires pour permettre la réalisation du plein potentiel des investissements et si les documents constitutifs du fonds ou le document de vente du compartiment prévoient une telle possibilité. À titre exceptionnel, la CSSF peut accorder des dérogations sur base d'une justification dûment motivée.

9. Entrée en vigueur, dispositions transitoires et dispositions abrogatoires

50. La présente circulaire entre en vigueur avec effet au 19 décembre 2025, sans préjudice des règles adoptées par des fonds ou compartiments agréés par la CSSF avant cette date et que ces fonds ou compartiments peuvent continuer à appliquer.
51. Les circulaires CSSF 02/80, CSSF 07/309, CSSF 06/241 ainsi que les chapitres G et I de la circulaire IML 91/75 sont abrogées.
52. Les dispositions du chapitre H de la circulaire IML 91/75 ainsi que la circulaire CSSF 08/356 sont rendues inapplicables aux OPC Partie II.

Claude WAMPACH
Directeur

Marco ZWICK
Directeur

Jean-Pierre FABER
Directeur

Françoise KAUTHEN
Directeur

Claude MARX
Directeur général