

Luxembourg, le 5 avril 2005

A tous les organismes de placement collectif luxembourgeois et à ceux qui interviennent dans le fonctionnement et le contrôle de ces organismes

CIRCULAIRE CSSF 05/176

Concerne: Lignes de conduite à adopter par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières concernant l'utilisation des instruments financiers dérivés

Mesdames, Messieurs,

La présente circulaire a pour objet d'établir à l'intention des organismes de placement collectif en valeurs mobilières relevant de la partie I de la loi modifiée du 20 décembre 2002 (ci-après « OPCVM ») les lignes de conduite à suivre dans le cadre de l'utilisation des instruments financiers dérivés au sens de l'article 41 (1) g) de la loi modifiée du 20 décembre 2002.

Conformément à l'article 41 (1) g) de la loi modifiée du 20 décembre 2002, les OPCVM peuvent placer sous certaines conditions leurs avoirs dans des instruments financiers dérivés.

Dans ce cas, les lignes de conduite présentées ci-dessous sont à appliquer.

1. Systèmes d'évaluation des risques adaptés au profil de risque de l'OPCVM

En application de l'article 42 (1), l'OPCVM doit employer des systèmes d'évaluation des risques adaptés à son profil de risque, afin d'assurer une évaluation précise de tous les risques significatifs supportés.

2. Les limites fixées au risque acceptable par les OPCVM

2.1. Limitation du risque global lié aux instruments financiers dérivés

Aux termes de l'article 42 (3) de la loi modifiée du 20 décembre 2002, les OPCVM doivent veiller à ce que le risque global lié aux instruments financiers dérivés n'excède pas la valeur nette totale de leur portefeuille.

Ceci signifie que le risque global lié à l'utilisation des instruments financiers dérivés ne peut pas dépasser 100% de la valeur nette d'inventaire (VNI ou actif net) des OPCVM et, partant, que le risque global assumé par les OPCVM ne peut pas dépasser durablement 200% de la VNI.

2.2. Limitation d'un éventuel recours temporaire à l'emprunt

Le risque global assumé par les OPCVM ne peut être augmenté de plus de 10% par voie d'emprunts temporaires, de sorte que ce risque global ne peut jamais dépasser 210% de la VNI.

2.3. Application conjointe des points 3 et 4

Pour l'application de la limitation à 100% de la VNI du risque global lié à l'utilisation des instruments financiers dérivés, les points 3 et 4 ci-dessous doivent être respectés simultanément.

3. Des standards adéquatement calibrés pour l'évaluation du risque de marché

3.1. Adaptation des méthodes d'évaluation des risques au profil de risque de l'OPCVM

Il y a lieu de distinguer selon que l'OPCVM peut être considéré comme « non sophistiqué » ou comme « sophistiqué ».

3.2. OPCVM non sophistiqués

3.2.1. Utilisation de l'approche par les engagements

Le risque de marché est à évaluer selon l'approche par les engagements, en vertu de laquelle les positions sur instruments financiers dérivés d'un OPCVM sont converties en positions équivalentes sur les actifs sous-jacents, étant entendu que les positions acheteuses et vendeuses sur un même actif sous-jacent peuvent être compensées.

A cette fin, certains autres critères doivent également être pris en considération, comme : le risque global supporté par les OPCVM du fait de l'utilisation des instruments financiers dérivés, la nature, l'objectif, le nombre et la fréquence des contrats dérivés souscrits par eux, ainsi que les techniques de gestion adoptées.

3.2.2. Précisions techniques

Dans le cas des options, il est permis d'avoir recours à l'approche par le delta, fondée sur la sensibilité du prix de l'option aux variations marginales du prix des instruments financiers sous-jacents. La conversion des contrats à terme et des contrats d'échange devrait dépendre de la nature précise des contrats sous-jacents. Pour les contrats simples, la valeur de marché du sous-jacent ou le notionnel, selon le cas, du contrat constituera le plus souvent une base appropriée.

3.3. OPCVM sophistiqués

3.3.1. Utilisation standard d'une approche par la VAR, combinée à des tests de robustesse (*stress tests*)

En principe, pour les OPCVM sophistiqués, une approche par la VAR doit être appliquée sur une base régulière. Dans ce type d'approche, la perte maximale pouvant être générée par le portefeuille d'un OPCVM est estimée pour un horizon temporel et un intervalle de confiance donnés. L'OPCVM doit utiliser des tests de robustesse (*stress tests*) pour faciliter la gestion des risques liés à d'éventuelles variations anormales du marché. Ces tests évaluent les réactions de la valeur du portefeuille à des événements financiers ou économiques extrêmes, à un moment donné.

Pour l'application des approches fondées sur la VAR, les paramètres suivants sont à utiliser : un intervalle de confiance de 99%, une période de détention d'un mois et des volatilités « récentes », c'est-à-dire ne datant pas de plus d'un an au moment du calcul.

Par dérogation à ce qui précède, et pour autant qu'il y ait une justification adéquate, des paramètres autres que ceux qui sont décrits ci-avant peuvent être utilisés dans des cas particuliers avec l'accord préalable de la CSSF.

3.3.2. Modèles internes d'évaluation des risques

Les modèles internes d'évaluation des risques proposés par une société de gestion ou par une société d'investissement ne sont acceptables que si ces modèles font l'objet de mesures de sauvegarde appropriées, notamment celles visées dans la présente circulaire. La CSSF doit donner son accord préalable pour l'utilisation de ces modèles internes d'évaluation des risques.

3.4. Description des risques

Les OPCVM qui utilisent des instruments financiers dérivés à des fins autres que de couverture devraient inclure dans leur prospectus une description adéquate des risques engendrés par l'utilisation de tels instruments, description qui pourra inclure une indication du niveau de l'effet de levier ou de la VAR.

4. Des standards adéquatement calibrés pour l'évaluation de l'effet de levier

4.1. Utilisation de l'approche par les engagements (OPCVM non sophistiqués)

Pour évaluer l'effet de levier d'un OPCVM non sophistiqué, il y a lieu d'utiliser l'approche par les engagements.

4.2. Utilisation de méthodes plus avancées (OPCVM sophistiqués)

Pour les OPCVM sophistiqués visés au point 3.3, la CSSF peut reconnaître une méthode fondée sur la VAR et des tests de robustesse (*stress tests*), pour autant que la CSSF soit convaincue que la société de gestion ou la société d'investissement en question a déjà développé et testé une telle méthode évaluant adéquatement l'effet de levier, et pour autant que cette méthode d'évaluation soit dûment documentée par ladite société.

5. Application de normes appropriées et de techniques reconnues de réduction des risques afin de limiter le risque de contrepartie

5.1. Critères pour la limitation du risque de contrepartie lié aux instruments financiers dérivés négociés de gré à gré

Toutes les transactions sur instruments financiers dérivés considérées comme exemptes de risque de contrepartie doivent être exécutées sur un marché dont l'organisme de compensation répond aux trois conditions suivantes :

- être adossé à une garantie de bonne fin appropriée,
- évaluer quotidiennement à la valeur du marché les positions sur instruments financiers dérivés, et
- procéder au moins une fois par jour à des appels de marges.

5.2. Recommandation d'utiliser la perte potentielle maximale

Le risque de contrepartie individuel lié à une transaction sur instrument financier dérivé de gré à gré doit être évalué sur la base de la perte potentielle maximale que subirait l'OPCVM si la contrepartie faisait défaut, et non sur la base de la valeur notionnelle du contrat de gré à gré.

5.3. Invitation à utiliser les normes fixées dans la directive 2000/12/CE comme première référence

Conformément aux limites prudentielles quantitatives fixées dans la directive 2001/108/CE, le risque de contrepartie lié aux instruments financiers dérivés de gré à gré doit être évalué à la valeur du marché selon la méthode prévue dans la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, nonobstant la nécessité de recourir à des modèles *ad hoc* de fixation du prix lorsque le prix du marché n'est pas disponible.

En outre, l'approche par l'équivalent crédit intégral prévue dans la directive 2000/12/CE, couplée à des coefficients multiplicateurs (*add-ons*) censés refléter le risque potentiel futur est à appliquer.

5.4. Prise en considération de sûretés aux fins de l'évaluation du risque de contrepartie supporté par un OPCVM

5.4.1. Critères généraux

Il est permis de prendre en considération des sûretés de façon à réduire le risque de contrepartie supporté par les OPCVM, pour autant que, conformément aux règles prudentielles fixées dans la directive 2000/12/CE et compte tenu des développements ultérieurs, ces sûretés :

- a) soient évaluées aux prix du marché, à une fréquence de calcul au moins égale à la fréquence de calcul de la VNI de l'OPCVM en question ;
- b) ne soient exposées qu'à des risques minimes (par exemple : obligations d'Etat de première classe ou espèces) et qu'elles soient liquides ;
- c) soient conservées par un conservateur tiers, qui ne soit pas lié au fournisseur, ou qu'elles soient juridiquement protégées des conséquences de la défaillance d'une partie liée ;
- d) puissent être intégralement mobilisées par l'OPCVM à tout moment.

Il est précisé que l'OPCVM pourra faire abstraction du risque de contrepartie à condition que la valeur des sûretés, évaluées aux prix du marché, compte tenu de décotes adéquates, dépasse en valeur le montant exposé au risque.

5.4.2. Limites de concentration des risques

Conformément au principe général de la répartition des risques, le risque de contrepartie supporté à l'égard d'une entité donnée ou d'un groupe donné ne peut pas, après prise en considération des sûretés reçues de cette entité ou de ce groupe, dépasser le plafond de 20% fixé dans la loi modifiée du 20 décembre 2002, tant au niveau individuel, conformément à l'article 43 (2), deuxième alinéa, de ladite loi, qu'au niveau du groupe, conformément à son article 43 (5).

Dans ce contexte, il peut être rappelé que la limite de groupe est à distinguer de celle de contrepartie. Ainsi, un OPCVM peut placer ses avoirs dans deux contreparties du même groupe, mais la limite de répartition des risques sur le groupe ne peut pas dépasser 20% des actifs nets de l'OPCVM.

5.5. Prise en considération de la compensation (*netting*)

Il est permis aux OPCVM de compenser leurs positions sur instruments financiers dérivés de gré à gré vis-à-vis d'une même contrepartie, pour autant que les procédures de compensation remplissent les conditions fixées dans la directive 2000/12/CE et qu'elles reposent sur des conventions juridiquement contraignantes.

6. Utilisation de méthodes adéquates lors de l'application des limites à la concentration des risques émetteur

6.1. Adaptation des méthodes d'évaluation des risques à la typologie des instruments financiers dérivés

La première phrase du troisième alinéa de l'article 42 (3) de la loi modifiée du 20 décembre 2002 dispose : « Un OPCVM peut, dans le cadre de sa politique d'investissement et dans les limites fixées à l'article 43, paragraphe (5), investir dans des instruments financiers dérivés pour autant que, globalement, les risques auxquels sont exposés les actifs sous-jacents n'excèdent pas les limites d'investissement fixées à l'article 43. ».

Afin d'appliquer cette disposition, il y a lieu de convertir les instruments financiers dérivés en positions équivalentes sur les actifs sous-jacents.

La méthode utilisée pour convertir les instruments financiers dérivés en positions équivalentes sur les actifs sous-jacents doit être adaptée au type d'instrument considéré.

En règle générale, l'utilisation de l'approche par le delta est la plus adéquate pour les options. Si cette méthode s'avère inadéquate ou techniquement infaisable, en raison de la complexité de l'instrument financier dérivé concerné, il est permis d'appliquer une approche fondée sur la perte potentielle maximale liée à cet instrument financier dérivé. Cette perte potentielle maximale est alors considérée comme le seuil d'estimation maximal du risque de solvabilité.

6.2. Cas des instruments financiers dérivés indiciels

Le troisième alinéa de l'article 42 (3) de la loi modifiée du 20 décembre 2002 dispose : « Lorsqu'un OPCVM investit dans des instruments financiers dérivés fondés sur un indice, ces investissements ne sont pas nécessairement combinés aux limites fixées à l'article 43. ».

Cette disposition légale couvre les instruments financiers dérivés qui ont trait à un indice qui répond aux exigences suivantes :

- la composition de l'indice est suffisamment diversifiée ;
- l'indice constitue un étalon représentatif du marché auquel il se réfère ;
- il fait l'objet d'une publication appropriée.

Il est à relever que d'une manière générale, pour l'application de cette disposition, les sociétés de gestion ou d'investissement ne doivent pas utiliser des instruments financiers dérivés fondés sur un indice qu'elles auraient composé elles-mêmes dans l'intention de contourner les limites de concentration prévues à l'article 43 de la loi modifiée du 20 décembre 2002.

Les sociétés de gestion ou d'investissement ne doivent pas utiliser des instruments financiers dérivés fondés sur des indices qui ne respecteraient pas les conditions décrites ci-dessus.

6.3. Limites de concentration des risques

Le risque de contrepartie est à additionner au risque émetteur d'une même entité ou d'un même groupe aux fins de l'application de la limite de 20% de la valeur d'inventaire nette, conformément à l'article 43 (2), deuxième alinéa, et à l'article 43 (5) de la loi modifiée du 20 décembre 2002.

7. Application d'une couverture adéquate aux transactions sur instruments financiers dérivés inscrits ou non à la cote d'un marché réglementé

7.1. Couverture adéquate en l'absence de règlement en espèces

Lorsque le contrat financier dérivé prévoit, automatiquement ou au choix de la contrepartie de l'OPCVM, la livraison physique de l'instrument financier sous-jacent à la date d'échéance ou d'exercice, et pour autant que la livraison physique soit une pratique courante dans le cas de l'instrument considéré, l'OPCVM doit détenir dans son portefeuille l'instrument financier sous-jacent à titre de couverture.

7.2. Substitution exceptionnelle par une autre couverture sous-jacente en l'absence de règlement en espèces

Lorsque l'instrument financier sous-jacent d'un instrument financier dérivé est très liquide, il est permis à l'OPCVM de détenir exceptionnellement d'autres actifs liquides à titre de couverture, à condition que ces actifs puissent être utilisés à tout moment pour acquérir l'instrument financier sous-jacent devant être livré et que le surcroît de risque de marché associé à ce type de transaction soit adéquatement évalué.

7.3. Substitution par une autre couverture sous-jacente en cas de règlement en espèces

Lorsque l'instrument financier dérivé est réglé en espèces, automatiquement ou à la discrétion de l'OPCVM, il est permis à l'OPCVM de ne pas détenir l'instrument sous-jacent spécifique à titre de couverture. Dans ce cas, les catégories d'instruments suivantes constituent une couverture acceptable :

- a) les espèces ;
- b) les titres de créance liquides (exemple : obligations d'Etat de première classe), moyennant des mesures de sauvegarde appropriées (notamment des décotes ou « *haircuts* ») ;
- c) tout autre actif très liquide, pris en considération par la CSSF en raison de sa corrélation avec le sous-jacent de l'instrument financier dérivé, moyennant des mesures de sauvegarde appropriées (comme une décote, le cas échéant).

Aux fins de l'application de l'article 52 de la loi modifiée du 20 décembre 2002, sont considérés comme « liquides » les instruments qui peuvent être convertis en espèces en sept jours ouvrables à un prix correspondant étroitement à la valorisation actuelle de l'instrument financier sur son marché. Cette contre-valeur en espèces doit être à la

disposition des OPCVM à la date d'échéance/d'expiration ou d'exercice de l'instrument financier dérivé.

7.4. Calcul du niveau de la couverture

Le niveau de la couverture doit être calculé selon l'approche par les engagements.

7.5. Nature de l'instrument financier sous-jacent

Les instruments financiers sous-jacents aux instruments financiers dérivés, que ceux-ci prévoient un règlement en espèces ou une livraison physique, ainsi que les instruments financiers détenus à titre de couverture doivent être conformes à la partie I de la loi modifiée du 20 décembre 2002 et à la politique de placement de chaque OPCVM.

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

COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Simone DELCOURT
Directeur

Arthur PHILIPPE
Directeur

Jean-Nicolas SCHAUS
Directeur Général