

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER

Luxembourg, le 30 mai 2011

A toutes les sociétés de gestion de droit luxembourgeois au sens du chapitre 15 de la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif, aux SIAG au sens de l'article 27 de la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif ainsi qu'aux OPCVM luxembourgeois

<p>CIRCULAIRE CSSF 11/512 telle que modifiée par la circulaire CSSF 18/698</p>

- Concerne :**
- **Présentation des principaux changements du cadre réglementaire en matière de gestion des risques suite à la publication du règlement CSSF 10-4 et des précisions de l'ESMA ;**
 - **Précisions supplémentaires de la CSSF sur les règles relatives à la gestion des risques ;**
 - **Définition du contenu et du format de la procédure de gestion des risques à communiquer à la CSSF.**

Mesdames, Messieurs,

La présente circulaire vise à présenter les principaux changements du cadre réglementaire en matière de gestion des risques suite à la publication du règlement CSSF 10-4 et de l'émission par l'*European Securities and Markets Authority* (ci-après « *ESMA* ») de plusieurs documents au sujet de la gestion des risques, et à fournir des précisions par rapport aux règles portant sur la gestion des risques qui sont énoncées dans ces documents. Elle a également pour objet de définir le contenu et le format de la procédure

de gestion des risques à communiquer à la Commission de Surveillance du Secteur Financier (ci-après « CSSF »).

I. Contexte

La loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif (ci-après « la loi de 2010 ») ainsi que les règlements CSSF 10-4 et 10-5 portant mesures d'exécution y relatives (tous publiés au Mémorial A – N° 239 du 24 décembre 2010) ont été portés à votre attention à travers la circulaire CSSF 11/498. Pour rappel, cette circulaire vise à présenter de façon sommaire la structure de la loi de 2010, les principales innovations apportées par la Directive 2009/65/CE et la loi de 2010, ainsi que les dispositions transitoires de la loi de 2010. Elle attire également l'attention sur les lignes de conduite de l'*ESMA* concernant la directive 2009/65/CE.

En matière de gestion des risques, le règlement CSSF 10-4 (ci-après « règlement CSSF ») et les publications suivantes de l'*ESMA*¹ encadrent les dispositions de la loi de 2010 :

- le document « *CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS* (ref.: CESR/10-788) » daté du 28 juillet 2010 (ci-après « les lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788 ») ;
- le document « *Guidelines to competent authorities and UCITS management companies on risk measurement and the calculation of global exposure for certain types of structured UCITS* (ref.: ESMA/2011/112) » daté du 14 avril 2011 (ci-après « les lignes de conduite de l'*ESMA* 2011/112 ») ;
- le document « *Risk management principles for UCITS* (ref.: CESR/09-178) » daté de février 2009 (ci-après « les principes de gestion des risques de l'*ESMA* 09-178 »).

Comme mentionné dans son article premier, le règlement CSSF arrête des mesures d'exécution de la loi de 2010 au sujet de la méthode de gestion des risques visée à l'article 42, paragraphe (1) de cette loi, et en particulier sur les critères visant à évaluer l'adéquation de la méthode de gestion des risques utilisée par la société de gestion, respectivement la société d'investissement n'ayant pas désigné de société de gestion, ainsi que, en ce qui concerne ces critères, la politique de gestion des risques et les processus qui se rapportent à cette politique, et les dispositions, processus et techniques de mesure et de gestion des risques.

Quant aux publications de l'*ESMA*, elles accompagnent et précisent les dispositions du règlement CSSF en ce qui concerne la gestion des risques ainsi que le calcul du risque global et du risque de contrepartie pour les OPCVM.

II. Champ d'application

Etant donné la possibilité qu'a une société de gestion assurant la gestion d'OPCVM relevant de la Directive 2009/65/CE d'exercer des activités de gestion collective de

¹ Consultables sur le site Internet de l'*ESMA*, <http://www.esma.europa.eu>.

portefeuille sur une base transfrontalière, l'application des dispositions de la présente circulaire doit se faire en prenant en compte les dispositions du titre D « Libre établissement et libre prestation des services » du chapitre 15 de la loi de 2010, en particulier les articles 116 et 122.

Ces articles précisent notamment dans quels cas les règles de l'Etat membre d'origine ou d'accueil sont applicables, au niveau de la société de gestion ou de l'OPCVM.

Compte tenu de ces dispositions, les exigences de la législation et de la réglementation luxembourgeoises s'articulent comme suit :

- les exigences d'organisation (notamment les modalités de délégation, les procédures de gestion des risques, les règles prudentielles et la surveillance, les procédures visées à l'article 109 et les obligations de notification incombant aux sociétés de gestion) prévues par la législation et la réglementation luxembourgeoises sont applicables aux sociétés de gestion de droit luxembourgeois au sens du chapitre 15 de la loi de 2010 (ci-après « sociétés de gestion ») pour tous les OPCVM qu'elles gèrent (qu'ils relèvent du droit luxembourgeois ou du droit d'un autre Etat membre, qu'ils aient adopté la forme d'un fonds commun de placement ou d'une société d'investissement), ainsi qu'aux sociétés d'investissement n'ayant pas désigné de société de gestion au sens de l'article 27 de la loi de 2010 (ci-après « SIAG ») ;
- les exigences liées à la constitution et au fonctionnement des OPCVM prévues par la législation et la réglementation luxembourgeoises, dont (entre autres) les règles applicables aux politiques et aux limites d'investissements (notamment le calcul du risque global et de l'effet de levier) ainsi qu'aux obligations qui incombent aux OPCVM en matière de divulgation et de rapports (notamment en ce qui concerne les prospectus, les informations clés pour l'investisseur et les rapports périodiques), s'appliquent uniquement aux OPCVM de droit luxembourgeois, c'est-à-dire les OPCVM luxembourgeois du type fonds commun de placement ou société d'investissement gérés par des sociétés de gestion luxembourgeoises ou relevant d'un autre Etat membre, respectivement les OPCVM luxembourgeois du type SIAG.

Dans ce contexte, les dispositions de la présente circulaire s'appliquent :

- d'une part, aux sociétés de gestion gérant des OPCVM et aux SIAG (dans ce dernier cas, les termes « société de gestion » s'entendent au sens de « société d'investissement ») pour les exigences organisationnelles et notamment en matière de procédures de gestion des risques ; et
- d'autre part, aux OPCVM de droit luxembourgeois régis par la partie I de la loi de 2010 pour les règles de constitution et de fonctionnement des OPCVM.

Ainsi, toutes les exigences en matière de procédures de gestion des risques, telles qu'énoncées dans la présente circulaire, s'appliquent à la fois aux sociétés de gestion au sens du chapitre 15 de la loi de 2010 et aux SIAG au sens de l'article 27 de la loi de 2010.

III. Présentation des principaux changements du cadre réglementaire en matière de gestion des risques suite à la publication du règlement CSSF et des précisions de l'ESMA

III.1. Politique de gestion des risques, couverture et mesure des risques

III.1.1. Politique de gestion des risques

Selon les articles 10, 13 et 43 du règlement CSSF, les instances dirigeantes des sociétés de gestion doivent notamment adopter une politique de gestion des risques (*risk management policy*) qui doit être mise en œuvre par une fonction permanente de gestion des risques. Elle doit être documentée et appropriée et doit permettre d'identifier, de mesurer, de gérer, de contrôler et de faire rapport sur les risques auxquels les OPCVM qu'elles gèrent sont exposés ou pourraient être exposés.

Selon l'article 43 du règlement CSSF, la politique de gestion des risques des sociétés de gestion doit porter au moins sur les techniques, outils et dispositions qui leur permettent de se conformer aux obligations énoncées aux articles 45 et 46 du règlement CSSF (portant sur la mesure et la gestion des risques, d'une part, et sur le calcul du risque global, d'autre part), et sur l'attribution des responsabilités en matière de gestion des risques au sein de la société de gestion. La nature, l'échelle et la complexité des activités des sociétés de gestion et des OPCVM qu'elles gèrent doivent y être considérées.

Cette politique de gestion des risques doit être rédigée, idéalement sous la forme d'un document séparé. Cependant, en application du principe de proportionnalité, elle peut également être documentée sous la forme d'un manuel se basant sur les règles et procédures existantes. Dans ce cas, ce manuel doit permettre d'identifier facilement les rôles, les responsabilités ainsi que les procédures en matière de gestion des risques.

La CSSF tient à rappeler que la mise en œuvre de cette politique et des procédures y relatives doit être confiée à une fonction permanente de gestion des risques qui doit être indépendante, d'un point de vue hiérarchique et fonctionnel, des unités opérationnelles ou, lorsqu'il n'est pas approprié ou proportionné d'avoir une fonction permanente de gestion des risques indépendante, les sociétés de gestion doivent néanmoins pouvoir démontrer que des mesures de protection appropriées ont été prises contre les conflits d'intérêts, afin de permettre l'exercice indépendant des activités de gestion des risques.

L'indépendance de la fonction permanente de gestion des risques ne doit cependant pas empêcher que les activités de gestion des risques soient étroitement associées au processus d'investissement. Les sociétés de gestion doivent veiller à ce qu'une communication régulière entre la fonction permanente de gestion des risques et les gestionnaires de portefeuilles existe, en vue de permettre une conduite efficace des activités de gestion des risques.

Les sociétés de gestion doivent procéder à une revue périodique de l'adéquation, de l'efficacité ainsi que du respect de la politique de gestion des risques. En cas de défaillances, des mesures correctrices appropriées doivent être prises (article 44 du règlement CSSF). La fonction permanente de gestion des risques doit régulièrement faire rapport au conseil d'administration, à la fonction de surveillance (si elle existe) et aux instances dirigeantes sur l'adéquation et l'efficacité de la méthode de gestion des risques, en indiquant notamment si des mesures correctrices appropriées ont été prises en cas de défaillances.

III.1.2. Couverture des risques

La politique de gestion des risques doit permettre d'évaluer les risques de marché (y compris le risque global), de liquidité, de contrepartie ainsi que tous les autres risques (y compris le risque opérationnel) susceptibles d'être significatifs pour les OPCVM compte tenu des objectifs et stratégies d'investissement, des styles ou méthodes de gestion (p.ex. gestion basée sur un algorithme) adoptés pour gérer les OPCVM et des processus d'évaluation, et qui peuvent donc affecter directement les intérêts des porteurs de parts des OPCVM gérés.

III.1.3. Mesure des risques

Les techniques de mesure des risques, qui doivent être documentées d'une manière appropriée, doivent inclure à la fois des mesures quantitatives portant sur les risques quantifiables, et des méthodes qualitatives. Elles doivent également permettre d'évaluer de façon adéquate la concentration et l'interaction des risques au niveau du portefeuille des OPCVM gérés.

Lorsqu'une mesure quantitative des risques n'est pas possible ou produit des résultats peu fiables, les sociétés de gestion doivent, le cas échéant, compléter les résultats en intégrant d'autres éléments pertinents afin d'obtenir une évaluation et une appréciation complètes des risques encourus par les OPCVM.

Pour le besoin de la mesure des risques, les sociétés de gestion doivent notamment faire appel à des données solides et crédibles et elles doivent gérer les risques liés à l'utilisation de techniques et de modèles de mesure des risques (*model risk*). Elles doivent également, à l'instar des exigences relatives à l'utilisation de la *VaR* pour le risque global, effectuer, après le développement des modèles et ensuite de façon continue, des tests visant à vérifier la robustesse et la fiabilité des modèles. Des vérifications *a posteriori* (*backtesting*) visant à évaluer la qualité des prédictions des modèles constituent un moyen pour évaluer et suivre la qualité des modèles.

Enfin, les sociétés de gestion doivent effectuer périodiquement, le cas échéant, des simulations de crise et des analyses de scénarios afin de tenir compte des risques résultant d'évolutions possibles des conditions de marché susceptibles d'avoir une incidence négative sur les OPCVM gérés.

III.1.4. Risque de liquidité

En ce qui concerne plus particulièrement le risque de liquidité, les sociétés de gestion doivent utiliser, conformément à l'article 45(3) et (4) du règlement CSSF, une procédure de gestion du risque de liquidité appropriée, supportée, le cas échéant, par un programme de simulation de crise, afin de garantir² que tous les OPCVM qu'elles gèrent peuvent respecter à tout moment l'obligation de rachat imposée par la loi de 2010. A cette fin, les sociétés de gestion doivent notamment garantir³ que le profil de liquidité des investissements des OPCVM est conforme à la politique de remboursement figurant dans le règlement du fonds, les documents constitutifs ou le prospectus.

III.2. Profil de risque et système de limites

L'article 13(3)(c) du règlement CSSF exige que la fonction permanente de gestion des risques conseille le conseil d'administration sur la définition du profil de risque de chaque OPCVM géré. Ainsi, pour tout OPCVM géré, un profil de risque résultant d'un processus d'identification des risques considérant tous les risques susceptibles d'être significatifs pour l'OPCVM géré doit être défini et approuvé par le conseil d'administration de la société de gestion.

Le processus d'identification des risques ne doit pas être un exercice statique, mais il doit être revu périodiquement afin de prendre en compte les changements au niveau des conditions de marché ou de la stratégie d'investissement de l'OPCVM.

De plus, les sociétés de gestion doivent établir, mettre en œuvre et garder opérationnel (conformément à l'article 45(2)(d) du règlement CSSF et comme davantage précisé s'agissant de la *VaR*, par le point 2 de l'encadré 10 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788) un système documenté de limites internes relatif aux risques susceptibles d'être significatifs pour les OPCVM qu'elles gèrent, tout en veillant à la conformité de ce système de limites internes avec le profil de risque de chaque OPCVM.

Les limites légales sur le risque global et le risque de contrepartie doivent être prises en compte dans ce système de limitation des risques des OPCVM, comme mentionné à l'article 13(3)(b) du règlement CSSF.

La cohérence entre les niveaux de risque actuels encourus par chaque OPCVM géré et le profil de risque de cet OPCVM doit être suivie et contrôlée par la fonction permanente de gestion des risques, qui doit établir des rapports à communiquer au conseil

² La version anglaise de la Directive 2010/43/UE de la Commission du 1^{er} juillet 2010 qui est à l'origine du règlement CSSF parle de « (...) *management companies employ an appropriate liquidity risk management process in order to ensure that each UCITS they manage is able to comply at any time with Article 84(1) of Directive 2009/65/EC.* »

³ Idem.

d'administration, à la fonction de surveillance (si elle existe) et aux instances dirigeantes, notamment conformément à l'article 13(3) du règlement CSSF.

Les sociétés de gestion doivent se doter de procédures appropriées débouchant sur des mesures correctrices rapides, servant au mieux les intérêts des porteurs de parts, en cas de non-respect (effectif ou prévu) des limites.

III.3. Délégation des activités de gestion des risques

Les sociétés de gestion peuvent, en accord avec l'article 10(2)(d) du règlement CSSF, précisé par la section II.7. de la circulaire CSSF 11/508, et par l'article 26(4) du même règlement, déléguer à des tiers spécialisés, moyennant conclusion d'un contrat, l'exercice de l'activité (en totalité ou en partie) de gestion des risques. Dans ce cas, elles doivent faire preuve de toute la compétence, de toute la prudence et de toute la diligence requises lorsqu'elles concluent, gèrent et mettent fin à de tels accords.

Les sociétés de gestion doivent notamment, avant la conclusion de tels accords, prendre les mesures nécessaires pour s'assurer que les tiers disposent des compétences et des capacités nécessaires pour exercer les activités de gestion des risques de manière fiable, professionnelle et efficace. De plus, elles doivent établir des méthodes pour évaluer de manière continue la qualité des prestations fournies. Ces mesures et méthodes doivent dans tous les cas de figure, permettre aux sociétés de gestion de vérifier que les tiers puissent exercer les activités de gestion des risques en conformité avec les exigences légales et réglementaires applicables.

Par ailleurs, les sociétés de gestion doivent veiller à ce que :

- la continuité des activités de gestion des risques soit assurée en cas de problèmes en relation avec la délégation (p.ex. manquements au contrat, besoin urgent de révoquer le mandat, violations significatives par le tiers) ;
- elles soient informées par les tiers de tout développement qui peut avoir un impact matériel sur la capacité de ces derniers à exercer les activités de gestion des risques de façon efficace et en accord avec les exigences légales et réglementaires applicables ;
- les mesures appropriées soient prises s'il s'avère que les tiers ne peuvent plus exercer les activités de gestion des risques de façon efficace et en accord avec les exigences légales et réglementaires applicables, y compris la résiliation du contrat si nécessaire.

En tout état de cause, la délégation ne décharge en aucun cas les sociétés de gestion de leur responsabilité en matière d'adéquation et d'efficacité de la politique de gestion des risques ainsi qu'en matière de suivi des risques liés aux activités des OPCVM qu'elles gèrent.

Les sociétés de gestion doivent, conformément à l'article 6 du règlement CSSF, conserver les ressources et l'expertise nécessaires pour satisfaire à leurs obligations.

III.4. Détermination du risque global de l'article 42(3) de la loi de 2010

III.4.1. Principes généraux

Les sociétés de gestion doivent déterminer le risque global des OPCVM au moins une fois par jour conformément à l'article 46(2) du règlement CSSF qui se trouve davantage précisé par le point 1 de l'encadré 1 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788. Selon ces lignes de conduite, la limite de risque global doit être respectée sur une base continue. Ainsi, il se peut que les sociétés de gestion doivent, en fonction des stratégies d'investissement poursuivies par certains OPCVM, effectuer des calculs en cours de journée (*intraday*).

Les nouvelles dispositions réglementaires ne prévoient plus la classification des OPCVM en « sophistiqué » ou « non sophistiqué ». Par contre, les sociétés de gestion doivent évaluer pour chaque OPCVM le profil de risque sur base de la politique et de la stratégie d'investissement (y compris l'utilisation qui est faite des instruments financiers dérivés) en vue de choisir une méthode de détermination appropriée du risque global. L'article 46(3) du règlement CSSF et l'encadré 1 (de même que le texte d'explication qui l'accompagne) des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788 fixent le cadre de cette évaluation.

Selon l'article 46(3) du règlement CSSF, les sociétés de gestion doivent calculer le risque global en utilisant soit la méthode du calcul de l'engagement, soit la méthode du calcul de la *VaR*, soit « toute autre méthode avancée de mesure du risque qui soit appropriée ». Par rapport à cette dernière option et conformément au point 2 de l'encadré 1 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788, toute autre méthode ne pourrait être utilisée par les sociétés de gestion que dans le cas où l'*ESMA* publierait des lignes de conduite y relatives.

III.4.2. Détermination du risque global à l'aide de l'approche par les engagements

Pour rappel, l'article 47 du règlement CSSF précise les modalités de calcul de l'engagement. Si, pour l'essentiel, les encadrés 2 à 4 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788 concernant les règles régissant l'approche par les engagements apportent peu de changements par rapport à la circulaire CSSF 07/308, certaines modifications ponctuelles (liste non exhaustive) sont à relever :

- la méthodologie de conversion des instruments financiers dérivés « standards » se fait toujours par référence à la valeur de marché de la position équivalente de l'actif sous-jacent de l'instrument financier dérivé, cette dernière pouvant être remplacée par la valeur notionnelle ou le prix des *futures* dans les cas où ces valeurs conduisent à un résultat plus conservateur (point 1 de l'encadré 2 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788) ;
- les deux jambes des instruments financiers dérivés liés au change doivent être prises en compte dans le calcul de l'engagement total lorsqu'ils concernent deux devises

dont aucune n'est la devise de base de l'OPCVM (point 5 de l'encadré 2 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788) ;

- la méthodologie de conversion des instruments financiers dérivés « standards » s'applique également aux contrats présentant un profil de risque limité (tels que les positions longues sur options d'achat ou de vente respectivement les achats de protection (« *protection buyer* ») à travers des *credit default swaps*) (point 6 de l'encadré 2 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788) ;
- un instrument financier dérivé n'a pas besoin d'être pris en compte dans le calcul de l'engagement total si la détention simultanée de l'instrument financier dérivé lié à un actif financier donné et de liquidités investies en actifs sans risque (« *risk free assets* ») est équivalente à la détention directe de l'actif financier en question et que l'instrument financier dérivé n'est pas considéré comme générant de l'exposition additionnelle et de levier ou de risque de marché (encadré 4 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788).

Par ailleurs, les règles régissant la prise en compte d'effets de compensation (« *netting* ») et de couverture (« *hedging* ») lors du calcul de l'engagement total ont été précisées par l'ESMA dans les encadrés 5 à 8. Les sociétés de gestion peuvent notamment faire appel (moyennant le respect de certaines conditions décrites dans l'encadré 7) au régime optionnel de la compensation basée sur le concept de la *duration*. Ce régime permet la prise en compte de la sensibilité (« *duration* ») de l'instrument financier dérivé lié à un taux d'intérêt par rapport à la sensibilité de référence (« *target duration* ») de l'OPCVM qui doit être définie sur base de sa stratégie d'investissement et de son profil de risque.

III.4.3. Régime optionnel pour le calcul du risque global à l'aide de l'approche par les engagements pour certains types d'OPCVM structurés

Les lignes de conduite de l'ESMA 2011/112 précisent les modalités de mesure des risques et de calcul du risque global pour certains types d'OPCVM structurés et complètent ainsi les lignes de conduite de l'ESMA 10-788. En effet, elles définissent, pour certains types d'OPCVM structurés, un régime optionnel pour le calcul du risque global à travers l'approche par les engagements. Ce régime consiste à calculer le risque global à travers l'approche par les engagements pour chaque scénario auquel les investisseurs peuvent être exposés à un moment donné. La limite de risque global de l'article 42(3) de la loi de 2010 doit être respectée pour chaque scénario.

Les OPCVM ne peuvent opter pour ce régime optionnel que s'ils respectent une liste de critères bien définis repris dans la « *Guideline 1* » de la section II (« *Policy Approach* ») du document. Des exemples chiffrés sont présentés dans cette section afin d'illustrer ce régime.

La « *Guideline 2* » de cette section précise les exigences en matière de transparence au niveau du prospectus pour les OPCVM structurés faisant appel à ce régime optionnel.

III.4.4. Détermination du risque global à l'aide de l'approche par la VaR

En relation avec la section III.2 ci-dessus et conformément au point 2 de l'encadré 10 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788, les sociétés de gestion doivent définir pour chaque OPCVM une limite maximale en VaR qui est fonction du profil de risque. En effet, il y a des circonstances où, sur la base du profil de risque défini, les sociétés de gestion doivent fixer la limite maximale à un niveau qui est inférieur à la limite réglementaire (c'est-à-dire 200% en cas de VaR relative ou 20% en cas de VaR absolue) prévue dans les lignes de conduite de l'ESMA 10-788 en vue d'assurer une cohérence entre la limite maximale et le profil de risque.

Pour rappel, en cas d'utilisation d'un intervalle de confiance et/ou d'une période de détention autre(s) que ceux mentionnés au point 2 de l'encadré 15 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788, la limite maximale en VaR absolue (c'est-à-dire 20%) doit être ajustée conformément aux points 3 et 4 de cet encadré.

En matière de VaR relative, les lignes de conduite de l'ESMA 10-788 (sections 3.2 et 3.3) apportent notamment des précisions par rapport au portefeuille de référence, en termes d'inclusion d'instruments financiers dérivés, de profil de risque, de maintenance et de documentation.

En matière de VaR absolue, les lignes de conduite de l'ESMA 10-788 limitent strictement le niveau de VaR absolue à 20% (lorsque cette VaR se trouve déterminée sur la base d'un intervalle de confiance de 99% et d'une période de détention de 1 mois/ 20 jours), sans possibilité de dérogation.

Les sections 3.6 et 3.7 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788 concernant les exigences minimales régissant l'utilisation d'une approche en VaR apportent plusieurs changements dont les principaux sont mentionnés ci-après (liste non exhaustive) :

- les sociétés de gestion doivent effectuer l'analyse *backtesting* (encadré 18) au moins selon une fréquence mensuelle (et non trimestrielle comme spécifié dans la circulaire CSSF 07/308) et doivent rapporter, au moins selon une fréquence trimestrielle, une information aux instances dirigeantes dans le cas où le nombre de dépassements excède 4 sur les 250 derniers jours ouvrables (pour des sociétés de gestion déterminant la VaR sur base d'un intervalle de confiance de 99%) ; ce rapport doit contenir une analyse et des explications sur les raisons sous-jacentes aux dépassements ainsi que les mesures correctrices prises, si applicable, pour améliorer la précision/justesse de la mesure ;
- les règles relatives au *stress testing* (encadrés 19 à 21) ont été davantage précisées par ESMA en distinguant les dispositions générales, les exigences quantitatives et qualitatives ;
- le modèle VaR doit, après le développement initial ainsi que lors de chaque changement significatif, faire l'objet d'une revue par une partie indépendante (p.ex.

réviseur interne ou externe, partie tierce, unité de gestion des risques) du processus de construction du modèle pour s'assurer que le modèle est robuste et fiable et couvre de façon adéquate tous les risques matériels (point 3 de l'encadré 22) ;

- la fonction permanente de gestion des risques doit procéder à des travaux de revue documentés (incluant entre autres mais n'étant pas limités à du *backtesting*) du modèle sur une base continue -si les résultats des travaux de revue le suggèrent alors le modèle doit faire l'objet d'ajustements (point 4 de l'encadré 22) ;
- les obligations en matière de documentation du modèle *VaR* ont été précisées (point 5 encadré 22) ;
- la fonction permanente de gestion des risques doit suivre régulièrement le levier généré par les OPCVM (point 1 des encadrés 22 et 23) ;
- les sociétés de gestion doivent, le cas échéant, compte tenu du profil de risque et de la stratégie d'investissement poursuivie, compléter le dispositif *VaR/Stress Testing* par d'autres méthodes de mesure des risques (point 2 de l'encadré 23) ;

Au niveau de la transparence en matière de risque au niveau du prospectus et du rapport annuel, les lignes de conduite de l'ESMA 10-788 (encadrés 24 et 25) énoncent des exigences pour les OPCVM en matière de risque global.

III.5. Risque de contrepartie lié aux instruments financiers dérivés de gré à gré et aux opérations de gestion efficiente de portefeuille

III.5.1. Instruments financiers dérivés de gré à gré

Le risque de contrepartie lié aux instruments financiers dérivés de gré à gré doit être calculé, conformément à l'article 48 du règlement CSSF, comme la valeur positive de l'évaluation au prix du marché (*mark-to-market*) du contrat. La prise en compte du risque de crédit potentiel futur (faisant appel aux facteurs *add-on*) et du facteur de pondération dépendant de la qualité de crédit de la contrepartie (typiquement 20% ou 50%) n'est plus permise.

La CSSF tient à rappeler que, (conformément à l'article 48 du règlement CSSF), lors du calcul de l'exposition de l'OPCVM à une contrepartie, les sociétés de gestion peuvent, d'une part, se baser sur la position nette des instruments financiers dérivés, pour autant qu'elles disposent des moyens légaux de faire respecter pour le compte de l'OPCVM les accords de compensation conclus avec cette contrepartie et, d'autre part, réduire l'exposition par la réception de sûretés.

En matière de sûretés, les lignes de conduite de l'ESMA 10-788 se limitent à préciser au niveau de l'encadré 26 les principes généraux y relatifs (p.ex. la liquidité, l'évaluation et la qualité de crédit de l'émetteur).

Les expositions en relation avec les dépôts de marge initiale (*initial margin*) effectués par les OPCVM auprès d'un intermédiaire (*broker*) et avec les appels de marge (*variation margin*) à recevoir par les OPCVM de la part de l'intermédiaire dans le cadre d'instruments financiers dérivés négociés sur un marché réglementé ou d'instruments financiers dérivés de gré à gré, sont à inclure dans les limites de risque de contrepartie de 10%, respectivement de 5% de l'article 43(1) de la loi de 2010 s'il n'existe pas de dispositifs qui protègent les OPCVM du risque d'insolvabilité de l'intermédiaire en question (point 1 de l'encadré 27 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788).

III.5.2. Opérations de prêt de titres et de mise/prise en pension

Les expositions nettes des OPCVM sur les contreparties en relation avec les opérations de prêt de titres ou de mise/prise en pension doivent être prises en compte dans la limite de 20% de l'article 43(2) de la loi de 2010 conformément au point 2 de l'encadré 27 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788.

III.6. Evaluation des instruments financiers dérivés de gré à gré

Tout en prenant en compte le principe de proportionnalité, les sociétés de gestion doivent, conformément à l'article 49 du règlement CSSF, établir, documenter, mettre en œuvre et garder opérationnelles des modalités et des procédures visant à évaluer de façon adéquate, transparente et juste les instruments financiers dérivés de gré à gré.

De plus, le règlement CSSF stipule que des missions et des responsabilités spécifiques en matière d'évaluation des instruments financiers dérivés de gré à gré doivent être confiées à la fonction permanente de gestion des risques, au minimum conformément aux articles 13(3)(f) et 49(3) du règlement CSSF.

Dans ce contexte, l'évaluation des instruments financiers dérivés de gré à gré se trouve maintenant régie par les dispositions des textes légaux et réglementaires suivants :

- les articles 41(1)(g) et 42(1) de la loi de 2010 ;
- les paragraphes (3) et (4) de l'article 8 du Règlement Grand-ducal du 8 février 2008 en ce qui concerne la clarification de certaines définitions ;
- les lignes de conduite posées par le point 21 du document CESR intitulé « *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS, Ref. : CESR/07-044b, March 2007 (updated September 2008)* » joint à la circulaire CSSF 08/380 ;
- les articles 13(3)(f) et 49 du règlement CSSF.

IV. Précisions supplémentaires de la CSSF sur les règles relatives à la gestion des risques

IV.1. Limitation du risque de contrepartie

IV.1.1. Champ d'application de l'article 43(1) de la loi de 2010

Conformément à l'article 43(1) de la loi de 2010, le risque de contrepartie lié aux instruments financiers dérivés de gré à gré conclus par un OPCVM ne peut excéder 10% de ses actifs lorsque la contrepartie est un des établissements de crédit visés à l'article 41(1)(f) de la loi de 2010 ou 5 % de ses actifs dans les autres cas.

La CSSF tient à préciser que les transactions sur instruments financiers dérivés négociés sur un marché réglementé dont l'organisme de compensation répond aux trois conditions suivantes peuvent, en principe, être exclues du calcul de l'utilisation des limites de risque de contrepartie :

- 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.

Comme déjà mentionné sous la section III.5.1., les expositions en relation avec les dépôts de marge initiale (*initial margin*) effectués par les OPCVM auprès d'un intermédiaire (*broker*) et avec les appels de marge (*variation margin*) à recevoir par les OPCVM de la part de l'intermédiaire dans le cadre d'instruments financiers dérivés négociés sur un marché réglementé ou d'instruments financiers dérivés de gré à gré, sont à inclure dans les limites de risque de contrepartie de 10%, respectivement de 5%, de l'article 43(1) de la loi de 2010 s'il n'existe pas de dispositifs qui protègent les OPCVM du risque d'insolvabilité de l'intermédiaire en question (point 1 de l'encadré 27 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788).

IV.1.2. Qualité de la contrepartie aux instruments financiers dérivés de gré à gré

Les contreparties aux transactions sur instruments financiers dérivés de gré à gré doivent, en application de l'article 41(1)(g) de la loi de 2010, être des établissements soumis à une surveillance prudentielle et appartenant aux catégories agréées par la CSSF (p.ex. établissements de crédit, entreprises d'investissement). De surcroît, elles doivent être spécialisées dans ce type d'opérations.

IV.2. Atténuation du risque de contrepartie lié aux instruments financiers dérivés de gré à gré à travers la réception de sûretés

La CSSF tient à préciser que la liste citée à la section II(b) (« Réception d'une sûreté appropriée ») de la circulaire CSSF 08/356 reprenant les formes de sûretés éligibles à des fins d'atténuation du risque de contrepartie lié aux opérations de gestion efficiente de portefeuille s'applique également dans le cadre des opérations sur instruments financiers dérivés de gré à gré. Nonobstant cela, les règles dictées au point 1 de l'encadré 26 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788 doivent également être respectées.

La CSSF attire également l'attention sur les points 2 et 3 de l'encadré 26, et plus particulièrement sur la nécessité de définir et d'appliquer des décotes appropriées et prudentes.

Par ailleurs, les sûretés reçues par l'OPCVM, autres que des espèces, ne peuvent pas être vendues, réinvesties ou données en gage/garantie. Pour ce qui est des sûretés sous forme d'espèces, elles ne peuvent être réinvesties que dans des actifs sans risque éligibles au titre de la loi de 2010, c'est-à-dire des actifs éligibles ne procurant pas un rendement supérieur au taux sans risque.

IV.3. Risque de contrepartie lié aux opérations de gestion efficiente de portefeuille

La présente circulaire remplace le paragraphe suivant de la section II(a) (« Limitation du risque de contrepartie ») de la circulaire CSSF 08/356

« Le risque de contrepartie de l'OPCVM envers une seule et même contrepartie dans une ou plusieurs opérations de prêt de titres, réméré et/ou de mise/prise en pension ne peut excéder 10% de ses actifs lorsque la contrepartie est un des établissements financiers visés à l'article 41, paragraphe (1), point f) de la loi du 20 décembre 2002, ou 5% de ses actifs dans les autres cas. »

par le texte suivant :

*« Les expositions nettes (c'est-à-dire expositions de l'OPCVM moins les sûretés reçues par l'OPCVM) envers une contrepartie résultant d'opérations de prêt de titres ou de mise/prise en pension doivent être prises en compte dans la limite de 20% de l'article 43(2) de la loi de 2010 conformément au point 2 de l'encadré 27 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788. »*

En conséquence, les limites spécifiques de 5%/10% telles qu'indiquées au niveau de la circulaire CSSF 08/356 ne sont plus applicables.

IV.4. Limitation du risque de concentration

IV.4.1. Principes généraux

En application de l'article 42(3) de la loi de 2010, un OPCVM peut 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 de ladite loi.

Cette disposition ne concerne, en principe, que les instruments financiers dérivés dont le sous-jacent (p.ex. titre de propriété) comporte un risque émetteur.

L'encadré 27 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788 corrobore la disposition de l'article 48(5) du règlement CSSF selon laquelle les instruments financiers dérivés doivent être pris en compte (pour la détermination de l'utilisation des limites de concentration) par tous les OPCVM (peu importe la méthode de détermination du risque global) à travers l'approche par les engagements, si appropriée, ou sinon à travers l'approche de la perte potentielle maximale. Plus précisément, si la méthode de conversion des instruments financiers dérivés en leur position équivalente sur l'actif sous-jacent (c'est-à-dire approche par les engagements) s'avère inadéquate, en raison, par exemple, de la complexité de l'instrument financier dérivé concerné, l'utilisation de la perte potentielle maximale liée à cet instrument financier dérivé doit être utilisée. Cette dernière est alors considérée comme le seuil d'estimation maximal du risque de perte que l'OPCVM pourra subir sur cette position en cas de défaut de l'émetteur.

La prise en compte des parts d'OPC et d'OPCVM de l'article 41(1)(e) de la loi de 2010 comme sous-jacents à des instruments financiers dérivés est également exigée conformément au point 4 de l'encadré 27 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788.

Les instruments financiers dérivés imbriqués (« embedded derivatives ») dans des valeurs mobilières ou des instruments du marché monétaire doivent, pour les besoins de la présente section, être isolés selon les méthodes décrites ci-dessus et pris en compte dans la détermination de l'utilisation des limites de concentration des risques.

IV.4.2. Compensation des positions pour la détermination de l'utilisation des limites de concentration en face d'instruments financiers dérivés

La CSSF tient à préciser que les OPCVM peuvent, lors de la détermination de l'utilisation des limites de concentration de la loi de 2010, bénéficier d'éventuels effets de compensation (« netting ») sous condition de respecter les règles suivantes :

- des positions sur instruments financiers dérivés peuvent être compensées à condition qu'elles se réfèrent au même actif sous-jacent, sans pour autant qu'elles aient nécessairement la même date d'échéance ;
- des positions sur instruments financiers dérivés (liés à une valeur mobilière p.ex.) peuvent être compensées avec des positions détenues en direct par l'OPCVM à condition qu'elles portent sur le même actif sous-jacent ;
- un actif sous-jacent est considéré comme identique lorsqu'il est émis par la même entité juridique, qu'il appartient à la même classe d'actif (p.ex. titres de propriété) ;

titres de créance) et qu'il se caractérise par le même rang de priorité en matière de remboursement ;

- la compensation ne peut se faire que pour des montants d'engagement équivalents déterminés sur la base de l'approche par les engagements ;
- le processus de compensation doit faire l'objet d'un suivi étroit de la part de la fonction permanente de gestion des risques.

Les règles de compensation telles que détaillées ci-avant se différencient de celles applicables pour la détermination du risque global (cf. encadré 6 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788) par le fait que la notion d'actif sous-jacent identique est interprétée de façon légèrement différente.

IV.4.3. Disposition spécifique pour les instruments financiers dérivés fondés sur un indice

Conformément à l'article 42(3) de la loi de 2010 et au point 6 de l'encadré 27 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788, les OPCVM peuvent exclure lors de la détermination de l'utilisation des limites de concentration les instruments financiers dérivés fondés sur un indice :

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

IV.4.4. Réinvestissements des sûretés reçues par l'OPCVM dans le cadre d'opérations sur instruments financiers dérivés de gré à gré et d'opérations de gestion efficiente de portefeuille

- a) Réinvestissement des sûretés reçues dans le cadre d'opérations sur instruments financiers dérivés de gré à gré

Les réinvestissements des espèces reçues à titre de sûreté dans le cadre des opérations sur instruments financiers dérivés de gré à gré doivent être pris en compte, en application du point 2 de l'encadré 27 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788, dans les limites de diversification applicables de la loi de 2010.

- b) Réinvestissement des sûretés reçues dans le cadre d'opérations de gestion efficiente de portefeuille

La présente circulaire abroge le paragraphe suivant de la section III (« Réinvestissement des espèces fournies à titre de sûretés ») de la circulaire CSSF 08/356 :

« Le réinvestissement des espèces reçues à titre de sûreté n'est pas soumis aux règles de diversification généralement applicables aux OPCVM, étant cependant entendu que l'OPCVM doit veiller à éviter une concentration excessive de ces réinvestissements tant au niveau des émetteurs qu'au niveau des instruments. Les

réinvestissements dans des actifs mentionnés aux points a) et d) ci-dessus sont exempts de cette exigence. »

Ce paragraphe est remplacé par la disposition suivante, en application du point 2 de l'encadré 27 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788 :

« Les expositions résultant du réinvestissement des sûretés reçues par l'OPCVM dans le cadre d'opérations de prêt de titres, d'opérations à réméré et d'opérations de mise/prise en pension doivent être prises en compte dans les limites de diversification applicables de la loi de 2010. »

IV.5. Transparence en matière de risque au niveau du prospectus

L'encadré 24 (davantage précisé par les points 76 et 77 du texte explicatif) des lignes de conduite de l'ESMA 10-788 prévoit que les OPCVM incluent les informations suivantes dans le prospectus :

- la méthode de détermination du risque global en distinguant entre l'approche par les engagements, la *VaR* relative ou la *VaR* absolue ;
- le niveau attendu de levier ainsi que la possibilité de niveaux d'effet de levier plus élevés (pour les OPCVM faisant appel à une approche en *VaR*) ;
- de l'information sur le portefeuille de référence pour les OPCVM utilisant l'approche en *VaR* relative.

La CSSF tient à apporter plusieurs précisions à cet égard :

IV.5.1. Présentation des informations dans le prospectus

Les OPCVM doivent présenter ces informations dans le prospectus de façon claire et précise.

Ils doivent inclure ces informations dans le prospectus dans une mise à jour de celui-ci, cette mise à jour devant se faire au plus tard pour le **31 décembre 2011**.

IV.5.2. Mesure et présentation du niveau attendu de levier

Considérant les lignes de conduite de l'ESMA 10-788 (encadrés 2 et 9), la CSSF précise que le levier doit être déterminé en prenant en compte à la fois les instruments financiers dérivés conclus par l'OPCVM, le réinvestissement des sûretés reçues (en espèces) en relation avec les opérations de gestion efficiente de portefeuille (selon les modalités établies par l'encadré 9 des lignes de conduite de l'ESMA précitées), ainsi que toute utilisation des sûretés dans le cadre d'une autre opération de gestion efficiente de portefeuille, notamment dans le cadre de toute autre opération de prêt de titres ou de mise en pension des sûretés.

Le point 3 de l'encadré 24 indique notamment que la somme des notionnels des instruments financiers dérivés doit servir de référence pour la détermination du levier à présenter dans le prospectus. Pour les instruments financiers dérivés qui n'ont pas de notionnel, les OPCVM doivent, en principe, se baser sur la valeur de marché de la position équivalente sur l'actif sous-jacent.

La CSSF tient à préciser que l'approche par les engagements telle que présentée au niveau de l'article 47 du règlement CSSF (et davantage précisée par les lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788 au niveau des encadrés 2 à 9) peut également être utilisée.

Vu cette possibilité, la méthode de calcul du levier (somme des notionnels ou approche par les engagements) doit être précisée conjointement avec le niveau de levier.

Des explications relatives au niveau de levier peuvent être apportées par les OPCVM.

Dans ce contexte, la CSSF tient encore à rappeler que le prospectus doit, en application de l'article 47 de la loi de 2010, préciser de manière bien visible si les opérations sur instruments financiers dérivés peuvent être effectuées en couverture ou en vue de la réalisation des objectifs d'investissement ainsi que les effets possibles de l'utilisation d'instruments financiers dérivés sur le profil de risque. De plus, lorsque la valeur nette d'inventaire d'un OPCVM est susceptible de connaître une volatilité élevée du fait de la composition du portefeuille ou des techniques de gestion du portefeuille pouvant être employées, le prospectus doit contenir une mention bien visible attirant l'attention sur cette caractéristique de l'OPCVM.

IV.5.3. Contenu des informations sur le portefeuille de référence en face d'OPCVM en VaR relative

Les OPCVM utilisant l'approche de la *VaR* relative pour la détermination du risque global doivent inclure dans le prospectus des informations sur le portefeuille de référence. Cette information doit permettre aux investisseurs d'avoir une idée claire et précise du profil de risque de ce référentiel.

Dans le cas où le portefeuille de référence est basé sur un indice ou sur une combinaison d'indices, les OPCVM doivent notamment inclure dans le prospectus soit le nom du ou des indice(s) (avec le cas échéant la proportion de chaque indice), soit une information sur le ou les indice(s) qui décrit les éléments déterminant le profil de risque de ce portefeuille, comme par exemple :

- le type de valeurs mobilières (p.ex. actions, obligations) ;
- le pays / la zone géographique ;
- le secteur économique ;
- le type d'émetteur (p.ex. entreprises, souverains, établissements de crédit) ;
- la capitalisation boursière (p.ex. grande, moyenne, petite) ;
- l'échelon de qualité de crédit (*rating*) ;
- la proportion d'actifs présentant les mêmes caractéristiques.

Dans le cas où le portefeuille de référence est basé sur un panier d'actifs, la société de gestion doit inclure une information basée sur ces mêmes éléments.

De plus, les OPCVM doivent évaluer l'intérêt pour les investisseurs de disposer d'informations complémentaires sur le portefeuille de référence, soit directement dans le prospectus, soit par le biais d'une référence à un site Internet mentionnée dans le prospectus ou d'une mise à disposition gratuite auprès de la société de gestion ou de la SIAG.

IV.6. Transparence en matière de risque au niveau du rapport annuel

L'encadré 25 des lignes de conduite de l'ESMA 10-788 prévoit que les OPCVM communiquent les informations suivantes dans le rapport annuel :

- la méthode de détermination du risque global en distinguant entre l'approche par les engagements, la *VaR* relative ou la *VaR* absolue ;
- une information sur le portefeuille de référence pour les OPCVM utilisant l'approche en *VaR* relative ;
- une information sur l'utilisation de la limite en *VaR* incluant (au minimum) le minimum, le maximum et la moyenne sur l'année (exercice financier) écoulée ainsi que sur le type de modèle (p.ex. : simulation historique, simulation Monte-Carlo) et sur les paramètres d'entrée (p.ex. : intervalle de confiance, période de détention, période d'observation) ;
- le niveau de levier atteint pendant l'année financière écoulée (pour les OPCVM recourant à la *VaR* pour la détermination du risque global).

Ces informations doivent figurer pour la première fois dans le rapport annuel de l'OPCVM relatif à l'exercice social clôturant le 31 décembre 2011. Pour les informations chiffrées à fournir pour cette première fois, la période d'observation doit couvrir la période du 1^{er} juillet 2011 au 31 décembre 2011.

Les précisions apportées dans la section précédente relative à la transparence au niveau du prospectus s'appliquent également en matière de transparence au niveau du rapport annuel, en ce qui concerne le niveau de levier et l'information sur le portefeuille de référence (en cas de *VaR* relative).

Les OPCVM peuvent fournir l'information sur l'utilisation de la *VaR* soit par référence aux limites réglementaires (c'est-à-dire 200% en cas de *VaR* relative ou 20% en cas de *VaR* absolue) soit par référence aux limites maximales définies, soit finalement par référence à ces deux types de limites. Dans tous les cas, les OPCVM doivent clairement indiquer les limites par rapport auxquelles elles expriment les niveaux de *VaR* atteints. De plus, si les OPCVM décident de présenter ces informations par rapport aux limites maximales, elles doivent inclure dans le rapport annuel les niveaux de limites arrêtés.

Les informations sur la *VaR* (minimum, maximum, moyenne) doivent se faire par rapport à l'ensemble des *VaR* déterminées au cours de l'exercice social.

En matière de niveau de levier, les OPCVM peuvent, par exemple, baser leur information sur la moyenne des effets de levier observés (et suivis) au courant de l'année financière écoulée. Les données d'entrée doivent être au minimum de fréquence bimensuelle.

V. Procédure de gestion des risques à communiquer à la CSSF

V.1. Contenu et format de la procédure de gestion des risques

En application de l'article 42 (1) de la loi de 2010, la CSSF requiert de la part des sociétés de gestion de lui communiquer un certain nombre d'informations en relation avec la politique de gestion des risques visant à identifier, mesurer, gérer, contrôler et faire rapport sur les risques susceptibles d'être significatifs pour les OPCVM qu'elles gèrent.

Les sociétés de gestion doivent notamment observer les règles suivantes lorsqu'elles remplissent et communiquent cette procédure de gestion des risques à la CSSF :

- a. la procédure de gestion des risques doit suivre strictement la trame présentée à l'annexe ;**
- b. les commentaires, explications, descriptions et démonstrations fournis doivent être succincts ;**
- c. toutes les sections indiquées à l'annexe doivent être remplies et, le cas échéant si l'une d'elles n'est pas applicable (p.ex. approche par la *VaR* pour la détermination du risque global), son intitulé doit néanmoins être repris et un « non applicable » doit être indiqué sous l'intitulé ;
- d. la procédure doit être envoyée par voie électronique à l'adresse opc@cssf.lu ;
- e. une mise à jour de la procédure de gestion des risques doit être communiquée à la CSSF « au plus tard dans les cinq mois suivant la »⁴ clôture de l'exercice social de la société de gestion ; cette communication doit se faire au plus tard un mois après cette clôture ;
- f. la procédure doit couvrir à tout moment l'ensemble des OPCVM (y compris les compartiments d'OPCVM) gérés.

En cas de modification matérielle de la politique de gestion des risques (p.ex. nouveaux produits financiers), les sociétés de gestion doivent mettre à jour la procédure de gestion des risques et informer la CSSF en communiquant une version actualisée de cette procédure.

Avant l'introduction d'un nouvel OPCVM auprès de la CSSF (y compris compartiment), les sociétés de gestion doivent notamment s'assurer de l'adéquation de la politique de gestion des risques (et donc de la procédure de gestion des risques).

⁴ modifiée par la circulaire CSSF 18/698

Si tel est le cas, les sociétés de gestion doivent le confirmer par écrit à la CSSF lors de l'introduction du dossier de ce nouvel OPCVM en mentionnant la référence de la dernière version de la procédure de gestion des risques communiquée.

Dans le cas contraire, (p.ex. : absence de couverture de l'OPCVM par la politique de gestion des risques), les sociétés de gestion doivent adapter leur politique de gestion des risques, répercuter ces changements dans la procédure de gestion des risques et communiquer ensuite ce document à la CSSF, avec les autres éléments du dossier relatif au nouvel OPCVM.

V.2. Dispositions spécifiques en matière de procédure de gestion des risques

La procédure de gestion des risques telle que visée à la section V.1. et respectant la trame présentée en annexe doit être communiquée à la CSSF au plus tard pour le 31 décembre 2011 (sauf pour les sociétés de gestion nouvellement créées comme davantage précisé à la section V.2.1. ci-après).

V.2.1. Nouvelles sociétés de gestion au sens du chapitre 15 de la loi de 2010

Toute nouvelle société de gestion se soumettant au chapitre 15 de la loi de 2010 doit dans le cadre du dossier d'agrément à introduire auprès de la CSSF soumettre une procédure de gestion des risques en accord avec la trame (ainsi que les règles y relatives) présentée en annexe.

V.2.2. Sociétés de gestion actuellement soumises au chapitre 13 de la loi de 2002

Les sociétés de gestion actuellement soumises au chapitre 13 de la loi de 2002 doivent, conformément à la circulaire CSSF 11/508, soumettre jusqu'au **1er juin 2011 au plus tard** une mise à jour du dossier d'agrément complété par les nouveaux éléments requis selon la loi de 2010 et le règlement CSSF.

Plus précisément, ces sociétés de gestion doivent procéder à une actualisation de leur procédure de gestion des risques en prenant en compte non seulement les dispositions de la circulaire CSSF 07/308 (c'est-à-dire les informations requises en application de la section V), mais également les exigences des articles 42 à 50 du règlement CSSF et les lignes de conduite de l'*ESMA*.

Comme indiqué ci-avant, ces sociétés de gestion doivent communiquer à la CSSF une procédure de gestion des risques en accord avec la trame (ainsi que les règles y relatives) présentée à l'annexe pour la première fois pour le **31 décembre 2011** au plus tard.

VI. Dispositions transitoires, abrogatoires et finales

VI.1. Dispositions transitoires

La loi de 2010 est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2011.

Etant donné que la loi de 2010 est entrée en vigueur avant la date-limite de la transposition de la directive 2009/65/CE du 1^{er} juillet 2011, le texte de cette loi contient des dispositions transitoires dont les plus importantes dans le contexte de la présente circulaire sont les suivantes :

- les OPCVM assujettis à la partie I de la loi de 2002 et les sociétés de gestion assujetties au chapitre 13 de la loi de 2002 et créés avant l'entrée en vigueur de la loi de 2010 (c'est-à-dire avant le 1^{er} janvier 2011) ont le choix, jusqu'au 1^{er} juillet 2011, de rester soumis à la loi de 2002 ou de se soumettre à la loi de 2010 ; à partir du 1^{er} juillet 2011, ces OPCVM et sociétés de gestion seront de plein droit régis par la nouvelle loi ;
- les OPCVM assujettis à la partie I de la loi de 2002 et les sociétés de gestion assujetties au chapitre 13 de la loi de 2002 et créés entre le 1^{er} janvier et le 1^{er} juillet 2011 ont le choix, jusqu'au 1^{er} juillet 2011, de se soumettre à la loi de 2002 ou bien de se soumettre à la loi de 2010 ; à partir du 1^{er} juillet 2011, ces OPCVM et sociétés de gestion seront de plein droit régis par la nouvelle loi.

Compte tenu des dispositions transitoires de la loi de 2010, les OPCVM et les sociétés de gestion qui sont, respectivement décident de rester jusqu'au 1^{er} juillet 2011, assujettis à la loi de 2002 seront de plein droit régis par le règlement CSSF, les publications de l'ESMA ainsi que la présente circulaire à partir du 1^{er} juillet 2011.

Ainsi, la circulaire CSSF 07/308 continue à s'appliquer jusqu'au 1^{er} juillet 2011 aux OPCVM et aux sociétés de gestion, qui sont, respectivement décident de rester jusqu'au 1^{er} juillet 2011, assujettis à la loi de 2002.

Le règlement CSSF, les publications de l'ESMA ainsi que la présente circulaire s'appliquent par contre directement aux OPCVM et aux sociétés de gestion au sens du chapitre 13 de la loi de 2002 qui (pendant la phase transitoire entre la date d'entrée en vigueur de la loi de 2010 et le 1^{er} juillet 2011) décident de se soumettre aux dispositions de la loi de 2010.

Tous les OPCVM et toutes les sociétés de gestion seront de plein droit régis par le règlement CSSF, les publications de l'ESMA ainsi que la présente circulaire à partir du 1^{er} juillet 2011.

VI.2. Dispositions abrogatoires et finales

La circulaire CSSF 07/308 est abrogée avec effet au 1^{er} juillet 2011, à l'exception des dispositions de la section V de cette circulaire qui restent en vigueur jusqu'au 31 décembre 2011.

La présente circulaire entre en vigueur avec effet immédiat.

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

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER



Claude SIMON
Directeur



Andrée BILLON
Directeur



Simone DELCOURT
Directeur



Jean GUILL
Directeur général

Annexe

Annexe : Procédure de gestion des risques à communiquer à la CSSF

1. Gouvernance et organisation de la fonction de gestion des risques

1.1. Organigramme schématique de la fonction de gestion des risques

1.1.1. Donner l'organigramme général de la fonction de gestion des risques en :

- couvrant les acteurs intervenant dans la gestion des principaux types de risques (l'ensemble étant repris sous 1.4) ;
- dénombrant les personnes de chaque équipe intervenant dans la gestion des risques ;
- mentionnant les principales lignes de *reporting* (p. ex. hiérarchie, ligne métier, comité de gestion des risques, comité de valorisation, comité de direction, conseils d'administration, instances dirigeantes, etc.), l'ensemble étant repris sous 1.2 ;
- mettant en évidence les éventuelles activités de gestion des risques déléguées à des tiers (indiquer le nom des tiers) ;
- présentant, dans le cas où plusieurs cas de figure coexistent (par exemple liés à des gérants différents ou à des fonds ou types de fonds différents), chaque cas avec mention précise du périmètre auquel il se réfère.

1.1.2. Commenter l'organigramme et décrire l'expérience des personnes responsables. Donner le nom de la personne responsable au niveau de la société de gestion pour la fonction de gestion des risques, de même que le *curriculum vitae* de cette personne.

1.2. Structure de gouvernance

1.2.1. A l'aide du tableau ci-dessous, décrire les instances de gouvernance (notamment les instances dirigeantes, comités et conseils) intervenant dans la gestion des risques.

Instances	Rôle/responsabilités	Composition/membres	Fréquence de réunion
Conseil X			
Conseil Y			
Instances Dirigeantes			
Comité ABC			
...			

1.3. Conformément à l'article 13 du règlement CSSF, démontrer l'indépendance de la fonction permanente de gestion des risques. Démontrer (le cas échéant) que des mesures de protection appropriées ont été prises contre les conflits d'intérêt afin de permettre l'exercice indépendant des activités de gestion des risques.

1.4. Politique de gestion des risques

1.4.1. Décrire la politique de gestion des risques en précisant les risques couverts. Pour rappel, l'article 43 du Règlement CSSF vise les risques de marché, de liquidité et de contrepartie, ainsi que tout autre risque, y compris le risque opérationnel, susceptible d'être significatif pour les OPCVM (y compris les risques susceptibles d'être significatifs pour les OPCVM qui ne sont pas abordés spécifiquement dans les sections ultérieures de cette annexe).

1.4.2. Démontrer la conformité de la politique de gestion des risques avec l'ensemble des dispositions énoncées à l'article 43 du règlement CSSF.

1.4.3. Lister les principales procédures que comporte la procédure de gestion des risques (cf. article 43 du règlement CSSF).

1.5. Fonction permanente de gestion des risques

1.5.1. Décrire le rôle de la fonction permanente de gestion des risques et décrire successivement la manière dont elle réalise chaque exigence citée à l'article 13(3) du règlement CSSF (p.ex. contrôle des niveaux de risque, reporting⁵).

1.5.2. Décrire le processus d'établissement des profils de risque de chaque OPCVM.

1.6. Décrire le processus d'évaluation, de contrôle et de réexamen périodique de l'adéquation et de l'efficacité de la politique de gestion des risques, de même que le processus de reporting en la matière aux instances dirigeantes, au conseil d'administration et à la fonction de surveillance, si elle existe. Un exemplaire de chaque rapport d'information à la date de clôture de l'exercice social de la société de gestion est à joindre en annexe. Pour rappel, la circulaire CSSF 11/508 requiert que les rapports réguliers à établir par la fonction de gestion des risques doivent être soumis au moins une fois par an à la CSSF. Cette remontée d'informations doit idéalement se faire via l'annexe sus-visée.

⁵ Afin de rester concis, faire référence au point 1.7. ci-dessous pour la description des rapports d'information sur la gestion des risques.

1.7. Décrire les rapports réguliers sur la gestion des risques à l'aide du tableau ci-dessous, en mentionnant, pour les risques couverts par la politique de gestion des risques (voir sous 1.4) et au minimum pour les risques repris dans le tableau, un descriptif des rapports d'information sur la gestion de ces risques. Un exemplaire de chaque rapport d'information à la date de clôture de l'exercice social de la société de gestion est à joindre en annexe. Pour rappel, la circulaire CSSF 11/508 requiert que les rapports réguliers à établir par la fonction de gestion des risques doivent être soumis au moins une fois par an à la CSSF. Cette remontée d'informations doit idéalement se faire via l'annexe sus-visée.

Risques couverts	Intitulé rapport	Entité émettrice	Destinataires***	Fréquence
Marché*				
Liquidité				
Contrepartie				
Opérationnel				
Crédit				
Compliance**				

* Inclus *spread risk*

** Suivi des restrictions d'investissements

*** Nom des personnes et statut respectif ou instances

1.8. Décrire les systèmes informatiques utilisés pour la gestion des risques à l'aide du tableau ci-dessous, en mentionnant, pour les risques couverts par la politique de gestion des risques (voir sous 1.4) et au minimum pour les risques repris dans le tableau, un descriptif de ces systèmes.

Risques couverts	Système informatique	Responsable paramétrage***	Responsable suivi du risque
Marché			
Liquidité			
Contrepartie			
Opérationnel			
Crédit			
Compliance*			
Valorisation**			

* Suivi des restrictions d'investissements

** Voir ci-dessous sous les sections 8 et 10

*** Le paramétrage englobe p.ex. le développement, la maintenance et la gestion du système informatique.

1.9. Accord(s) avec un ou plusieurs tiers spécialisés ayant trait à l'exercice d'activités de gestion des risques.

- 1.9.1. Décrire les mesures prises afin de s'assurer que ce ou ces tiers dispose(nt) des compétences et des capacités nécessaires pour exercer les activités de gestion des risques de manière fiable, professionnelle et efficace.
 - 1.9.2. Donner le statut de surveillance prudentielle éventuel du/des tiers intervenant dans l'exercice d'activités de gestion des risques.
 - 1.9.3. Confirmer l'existence de contrats encadrant le(s) accord(s) avec un ou plusieurs tiers ayant trait à l'exercice d'activités de gestion des risques.
 - 1.9.4. Décrire également le processus d'évaluation continue de la qualité des prestations fournies par le ou les tiers.
 - 1.9.5. Confirmer que la procédure de gestion des risques inclut les réponses aux exigences listées dans cette annexe en considérant les activités de gestion des risques faisant l'objet d'accord(s) avec un ou plusieurs tiers et en se référant, le cas échéant, aux procédures, systèmes et méthodes du ou des tiers.
- 1.10. Décrire la politique et les processus de validation des nouveaux produits, instruments, processus d'investissement et des nouvelles activités.
 - 1.11. Décrire de quelle manière les activités de gestion des risques sont couvertes par la fonction *Compliance* et la fonction d'audit interne.

2. Détermination et suivi du risque global

2.1. Questions générales

- 2.1.1. Décrire et justifier (en considérant la stratégie d'investissement des OPCVM gérés) la fréquence de calcul du risque global.
- 2.1.2. Décrire la procédure d'auto-évaluation du profil de risque des OPCVM permettant d'assurer que l'approche de détermination du risque global est appropriée.
- 2.1.3. Confirmer que seules des méthodes pour lesquelles l'*ESMA* a publié des lignes de conduite sont utilisées pour la détermination du risque global.
- 2.1.4. Le cas échéant, en relation avec les encadrés 1 (point 5) et 23 (point 2) des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788, décrire les autres méthodes de mesure des risques utilisées en précisant les raisons et le contexte

de leur utilisation. Pour rappel, les sociétés de gestion doivent, le cas échéant, compte tenu du profil de risque et de la stratégie d'investissement compléter le dispositif *VaR/Stress Testing* par d'autres méthodes de mesure des risques (point 2 de l'encadré 23).

2.2. Approche par les engagements

- 2.2.1. Confirmer que le processus de détermination du risque global lié aux instruments financiers dérivés selon l'approche par les engagements est bien réalisé conformément aux étapes prévues au point 2 de l'encadré 2 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788.
- 2.2.2. Dans le cas où un instrument financier dérivé n'est pas pris en compte dans le calcul du risque global selon les méthodes de conversion de l'encadré 2, décrire la méthode de conversion utilisée pour cet instrument et expliquer le processus éventuel de transition vers la méthode prévue dans cet encadré.
- 2.2.3. Décrire les éventuelles approches alternatives utilisées pour des instruments financiers dérivés non-standards qui ne peuvent pas être convertis en valeur de marché ou en valeur notionnelle des actifs sous-jacents équivalents et qui représentent une partie négligeable des OPCVM.
- 2.2.4. Décrire les politiques de compensation (*netting*) et, le cas échéant, de compensation selon l'approche par les *durations* (*duration-netting*) et démontrer la conformité de ces politiques avec les lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788.
- 2.2.5. Décrire la politique de couverture (*hedging*) et démontrer la conformité de cette politique avec les lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788.
- 2.2.6. Confirmer la conformité du traitement des techniques de gestion efficiente de portefeuille avec les dispositions de l'encadré 9 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788.

2.3. Approche par la *VaR*

- 2.3.1. Confirmer que toutes les positions des OPCVM sont prises en compte dans le calcul de la *VaR*.
- 2.3.2. Décrire les procédures de détermination des limites maximales en *VaR* (en fonction des profils de risque arrêtés pour chaque OPCVM, respectivement chaque compartiment) et de détermination de

l'approche du modèle de *VaR* (absolue ou relative). Préciser la documentation de ces processus.

- 2.3.3. Décrire les tâches effectuées par la fonction permanente de gestion des risques, en relation avec le point 1 de l'encadré 22 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788.
- 2.3.4. Décrire le processus de validation du modèle de *VaR* (point 3 de l'encadré 22 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788).
- 2.3.5. Décrire le(s) modèle(s) de calcul de la *VaR* utilisé(s) en faisant référence au minimum aux informations reprises aux tirets a) à d) du point 5 de l'encadré 22 (Documentation et procédures) des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788.
- 2.3.6. Décrire les standards de calcul utilisés dans le(s) modèle(s), en référence à ceux qui sont évoqués dans l'encadré 15 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788 et confirmer le respect des dispositions de cet encadré.
- 2.3.7. Pour le(s) modèle(s) utilisé(s), décrire comment le respect des dispositions de l'encadré 16 (Couverture des risques) des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788 est assuré.
- 2.3.8. Pour le(s) modèle(s) utilisé(s), décrire comment le respect des dispositions de l'encadré 17 (Complétude et justesse de la mesure de risque) des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788 est assuré.
- 2.3.9. En cas d'utilisation du modèle de *VaR* relative, décrire le processus de détermination et de maintenance du portefeuille de référence et confirmer la conformité aux points 1 et 2 de l'encadré 12 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788.

2.4. Back-testing

- 2.4.1. Décrire le fonctionnement du programme de *backtesting* et démontrer sa conformité à l'encadré 18 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788. Préciser la politique en cas de dépassements excessifs.

2.5. Stress testing

- 2.5.1. Décrire le fonctionnement du programme de *stress testing* et démontrer sa conformité aux encadrés 19 à 21 des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788. Décrire et justifier les risques faisant l'objet de stress testing ainsi que les scénarios simulés. Préciser la prise en

compte des résultats de stress testing dans les processus de gestion et de reporting des risques ainsi que dans les décisions d'investissement.

2.6. Publication

2.6.1. Confirmer la conformité de la publication des informations dans le prospectus, respectivement le rapport annuel, avec les principes énoncés dans l'encadré 24, respectivement 25, des lignes de conduite de l'*ESMA* 10-788.

2.6.2. Détailler la ou les méthode(s) de détermination du levier.

3. Détermination et suivi du risque de liquidité

3.1. Décrire la politique de gestion du risque de liquidité.

3.2. Démontrer que la politique de gestion du risque de liquidité garantit⁶ le respect de l'obligation de rachat de la loi de 2010 et expliquer comment les profils de liquidité des investissements des OPCVM sont maintenus conformes à la politique de remboursement de ces OPCVM.

3.3. Décrire les simulations de crise effectuées, le cas échéant, afin d'évaluer le risque de liquidité auquel les OPCVM sont exposés dans des circonstances exceptionnelles.

4. Détermination et suivi du risque de contrepartie lié aux instruments financiers dérivés de gré à gré

4.1. Décrire la politique de gestion du risque de contrepartie lié aux instruments financiers dérivés de gré à gré.

4.2. Décrire le processus de sélection des contreparties (critères, etc.).

4.3. Confirmer la méthode du calcul du risque de contrepartie.

4.4. Décrire la politique en matière de techniques d'atténuation (compensation, définition des sûretés éligibles, gestion des sûretés, décotes, suivi des sûretés, allocation des responsabilités en matière de gestion et de suivi des sûretés, etc.) du risque de contrepartie.

⁶ La version anglaise de la Directive 2010/43/UE de la Commission du 1^{er} juillet 2010 qui est à l'origine du règlement CSSF parle de « (...) *management companies employ an appropriate liquidity risk management process in order to ensure that each UCITS they manage is able to comply at any time with Article 84(1) of Directive 2009/65/EC.* »

5. Détermination et suivi du risque de contrepartie lié aux techniques et instruments (gestion efficiente de portefeuille)

- 5.1. Décrire la politique de gestion du risque de contrepartie lié aux techniques et instruments en se référant notamment aux dispositions de la circulaire CSSF 08/356 et aux lignes de conduite de l'*ESMA*.
- 5.2. Décrire le processus de sélection des contreparties (critères, etc.).
- 5.3. Décrire la politique en matière de sûretés (définition des sûretés éligibles, gestion des sûretés, décotes, suivi des sûretés, allocation des responsabilités en matière de gestion et de suivi des sûretés, etc) utilisées à des fins d'atténuation du risque de contrepartie lié à ces opérations.

6. Détermination et suivi du risque opérationnel

- 6.1. Décrire la politique de gestion des risques opérationnels.
- 6.2. Décrire les risques opérationnels significatifs auxquels sont soumis les OPCVM et expliquer la manière dont ils sont évalués et gérés.
- 6.3. Décrire brièvement la politique de continuité de l'activité.

7. Détermination et suivi des limites de concentration

- 7.1. Décrire la politique de gestion du risque de concentration.
- 7.2. Fournir les instruments financiers dérivés utilisés par les OPCVM pour lesquels l'approche par les engagements ne peut pas être utilisée dans le cadre des limites de concentration.

8. Détermination et suivi du risque de valorisation

- 8.1. Décrire la politique de gestion du risque de valorisation.
- 8.2. Préciser les procédures encadrant la détention et la valorisation des produits (qui ne sont pas des instruments financiers dérivés) moins liquides ou dont le *pay-off* est plus complexe, en précisant notamment les missions et responsabilités spécifiques confiées à la fonction permanente de gestion des risques.

9. Détermination et suivi des risques juridiques

9.1. Décrire les risques juridiques liés à l'utilisation par les OPCVM d'instruments financiers dérivés de gré à gré (clauses contrats-cadres, clauses de compensation, contrats de gestion de sûretés, etc) ainsi que la façon dont ils sont gérés et suivis.

10. Evaluation des instruments financiers dérivés de gré à gré

10.1. Décrire la politique et les méthodes d'évaluation des instruments financiers dérivés de gré à gré visant à garantir une évaluation adéquate, transparente, juste et indépendante de l'exposition des OPCVM à ces instruments.

10.2. Lister les instruments financiers dérivés de gré à gré utilisés par les OPCVM et décrire les principes de valorisation à l'aide du tableau (illustratif) ci-dessous. Commenter le tableau si nécessaire.

Instruments financiers dérivés	Volumétrie*	Prix en NAV				Contrôle valorisation***		
		Fournisseur de prix	Fréquence de valorisation	Système de valorisation	Source indépendante**	Source	Fréquence	Système
IRS	180	Admin. Centrale	Quotidien	Progiciel ABC	Oui	-	-	-
Swaps de variance	15	Contrepartie	Quotidien	-	Non	Société de Gestion	Quotidien	Logiciel JKL
CDS	80	Admin. Centrale	Quotidien	Logiciel DEF	Oui	-	-	-
TRS	40	Contrepartie	Quotidien	-	Non	Admin. Centrale	Quotidien	Logiciel DEF
...								

* Nombre de contrats. Préciser le périmètre des fonds couverts par ce nombre de contrats.

** Indépendance du gérant et de la contrepartie.

*** Hors contrôles de vraisemblance (de type J/J-1) ; le contrôle porte ici sur l'utilisation de sources multiples de prix.

11. Suivi des règles de couverture

11.1. Décrire la procédure de gestion de la couverture (« *cover rules* ») des opérations sur instruments financiers dérivés. Le cas échéant, préciser la gestion de la couverture réalisée dans les cas d'OPCVM à effet de levier significatif, afin d'éviter le risque de défaut des OPCVM.

12. Sociétés de gestion et gestion individuelle

12.1. Décrire de façon concise la manière dont les sociétés de gestion fournissant conformément à l'article 101(3) de la loi de 2010 des services de gestion de

portefeuilles d'investissement sur une base discrétionnaire et individualisée dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs se mettent en conformité avec les exigences en matière de gestion des risques imposées par la réglementation *MiFid* (article 37-1 de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier, règlement grand-ducal du 13 juillet 2007, etc).

13. Liste des OPCVM

13.1. Fournir la liste des OPCVM (de droit luxembourgeois et relevant d'autres Etats membres) couverts par la présente procédure de gestion des risques. La liste doit clairement isoler les OPCVM luxembourgeois par rapport aux OPCVM relevant d'autres Etats membres.

14. Chapitre conclusif

14.1. En conclusion de ce document, les instances dirigeantes doivent donner un avis sur la conformité de la politique de gestion des risques avec les règles dictées par la loi de 2010, le règlement CSSF, les lignes de conduites de l'*ESMA* et toute autre règle applicable.

14.2. Présenter le cas échéant les travaux de développements en cours visant des améliorations de la politique de gestion des risques, des procédures, des techniques ou des outils.