



Association Luxembourgeoise  
des Compliance Officers  
du Secteur Financier

# Le Bulletin d'informations

N°16

JANVIER 2009

## Editorial



Chers amis, membres de l'ALCO,

Nous avons le privilège d'avoir le point de vue de M. Claude Simon, Responsable de la Surveillance Générale de la CSSF, sur une série de questions que nous lui avons posées sur le thème : « La crise et la Compliance ».

Compte-tenu du grand intérêt que revêtent pour nous les analyses de M. Simon, nous avons décidé de publier un numéro spécial supplémentaire du Bulletin de l'ALCO dès ce début d'année.

On y trouvera, de plus, un article de Stefano Pierantozzi qui fait suite à celui qu'il a publié dans le Bulletin n° 14 de juin 2008. Stefano entreprend de clarifier les règles qui président aux opérations de « short-selling » au sein des OPCVM. Mais, comme il le précise : clarifier n'est pas recommander !

## Le Bulletin

Après cette difficile année 2008, j'adresse à tous les Compliance Officers mes meilleurs vœux pour la nouvelle année.

Avec mes sentiments bien cordiaux.

*Jean-Marie Legendre*  
*Président*

## Interview

### **Entretiens avec Claude Simon (CSSF) sur la crise financière et la Compliance**

- Quelle est votre analyse de la crise financière ?

Je retiens de ces derniers mois que malgré l'intervention unique et de concert des banques centrales, des gouvernements et des autorités de surveillance, des incertitudes, et non des moindres, demeurent. Par son ampleur, sa durée, son effet déstabilisateur entraînant une volatilité extrême des marchés et ses effets amplificateurs sur l'économie réelle, cette crise a rendu visible des dysfonctionnements tenant de l'imbrication des économies, réelles et financières. A mon avis, un retour aux fondamentaux devrait s'amorcer, avec moins de complexité dans la structuration de produits de pair avec une connaissance intégrant l'ensemble des risques liés à l'activité bancaire. La tendance à privilégier le rendement sur le court terme (y compris l'actualisation des profits futurs, par définition non réalisés et susceptibles de varier dans le temps durant l'immobilisation des fonds) et la croissance des bilans à fort effet de levier sont des phénomènes qu'il faudra attentivement suivre, voire endiguer à l'avenir. Comme commentaire, je me permettrai également de relever l'agressivité voire la cupidité avec laquelle certains professionnels de la finance mais également des investisseurs privés ont investi dans des produits hautement complexes qui offraient certes des rendements intéressants, mais dont les risques associés ont été sous-pesés ou, plus grave encore, purement et simplement ignorés.

- Peut-on déjà en tirer un premier bilan pour la place de Luxembourg ?

Il est certainement prématuré de dresser un bilan pour la place de Luxembourg, puisque la crise et ses effets ne sont pas jugulés pour autant et que l'avenir demeure incertain. Néanmoins je voudrais formuler quelques commentaires dans quatre domaines parmi les plus importants, la stabilité des fonds propres, la situation en matière de liquidités, la pratique luxembourgeoise de constitution de provisions anticycliques et le régime du sursis de paiement tel que défini par la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

Dans l'ensemble, les exigences actuelles en matière de fonds propres réglementaires, récemment renforcées par le dispositif Bâle II, qui n'a été appliqué qu'à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2008, apparaissent adéquates pour les activités bancaires faites sur la place luxembourgeoise. Il faut néanmoins garder à l'esprit qu'il s'agit de normes uniformes, établies pour des banques adéquatement diversifiées. Pour un nombre limité de banques luxembourgeoises, la concentration des activités sur les marchés de capitaux a révélé que le pilier 1 du dispositif de Bâle II présente des insuffisances. Les changements qui seront introduits dans le pilier I par le Comité de Bâle et au niveau de la Capital Requirements Directive sur le plan européen conduiront à un renforcement des exigences de fonds propres réglementaires pour des produits structurés et des actifs titrisés. Par ailleurs, le pilier 2 du nouveau dispositif – le « processus de surveillance prudentielle » – qui ne sera entièrement opérationnel au Luxembourg qu'à partir de 2009, devrait également permettre de remédier à ces déficiences dans la mesure où il exigera,

## Le Bulletin

entre autres, un recours renforcé à la pratique de tests d'endurance aussi bien par les banques que par les autorités et une meilleure gestion du risque de concentration.

La position des liquidités reste excédentaire pour la place bancaire dans son ensemble. Ainsi les dépôts de la clientèle, liés en particulier aux activités de gestion patrimoniale, suffisent pour financer les créances aux administrations centrales, aux entreprises et aux particuliers. L'excédent est généralement cédé au groupe (créances interbancaires) qui le redistribue aux entités qui connaissent un besoin de refinancement. La priorité donnée au refinancement interne est censée diminuer les coûts de refinancement du groupe.

Il s'ensuit pour les entités luxembourgeoises une concentration de risques sur le groupe, un manque à gagner lorsque les primes de liquidité ne sont pas adéquatement reflétées au niveau des prix de transfert, une situation de dépendance lorsque les liquidités luxembourgeoises sont immobilisées à terme. Cette situation peut devenir extrême lorsqu'en raison d'une intégration poussée dans le groupe, la banque au Luxembourg abandonne ses capacités d'intervenir directement sur les marchés (abandon de sa salle de marchés).

Le Comité de Bâle de même que CEBS viennent de définir de nouveaux standards en matière de gestion du risque de liquidité, qui devront être également implémentés au Luxembourg, en principe au cours du premier trimestre 2009. Par ailleurs, au-delà de ces standards, qui sont essentiellement de nature qualitative, les deux comités sont en train d'étudier des questions de nature plus quantitative qui portent, entre autres, sur l'évaluation de l'adéquation des « liquidity

buffers » que les banques sont censées détenir, de la structure par échéances, de la diversité des sources de refinancement et des pratiques de tests d'endurance en matière de liquidité. Les résultats de ces travaux devront également trouver leur application au Luxembourg et permettront de réévaluer l'adéquation du coefficient de liquidité actuellement en vigueur au Luxembourg.

Mon troisième point porte sur les provisions. A ce sujet, la CSSF vient d'émettre la circulaire 08/386 concernant l'utilisation de la provision AGDL et de la provision forfaitaire dans les comptes publiés des banques au 31 décembre 2008. Dans cette circulaire, la CSSF rappelle la raison d'être et le caractère éminemment prudentiel de ces provisions anticycliques établies traditionnellement au Luxembourg. Dans la mesure où ces provisions sont constituées de manière préventive dans des périodes conjoncturelles favorables avec l'objectif de les utiliser dans des périodes plus défavorables pour faire face à des pertes ou encore des sinistres, la CSSF oblige les banques à les utiliser au 31 décembre 2008 pour couvrir, d'une part, leurs contributions au système de garantie des dépôts qui a été déclenché par l'indisponibilité des dépôts des filiales luxembourgeoises des banques islandaises, et, d'autre part, les pertes ou dépréciations survenues dans le cadre de la crise actuelle des marchés financiers. La constitution antérieure de ces provisions dans des périodes conjoncturelles favorables permet aux banques d'atténuer de manière sensible les effets de la crise actuelle et contribue par ailleurs à stabiliser les recettes budgétaires de l'Etat.

Il est toutefois déplorable qu'une extourne de ces provisions à travers le compte de profits et pertes n'est plus possible que pour les banques qui publient leurs comptes sous le référentiel Lux GAAP et celles qui utilisent le régime Lux GAAP avec options

## Le Bulletin

IFRS. En effet, les banques qui publient leurs comptes sous IFRS - il ne s'agit que d'une petite minorité à l'heure actuelle - ne peuvent plus utiliser ces provisions constituées antérieurement sous le référentiel Lux GAAP, parce que les règles IFRS les obligent de les transférer dans les résultats non distribués. Je considère que les règles IFRS actuelles à ce sujet ne sont pas appropriées pour les banques dans la mesure où elles ne tiennent pas suffisamment compte des règles prudentielles en vigueur. J'espère que les efforts internationaux en cours pour aligner davantage les normes comptables sur les règles prudentielles et pour permettre la constitution préventive de provisions anticycliques seront couronnés de succès.

Mon dernier point porte sur le régime du sursis de paiement instauré par la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle que modifiée. La crise actuelle a fait que les filiales luxembourgeoises des banques islandaises ont dû être placées en sursis de paiement au début du mois d'octobre 2008. La loi ne donne pas de précisions sur l'étendue de la mission des administrateurs, de leur mandat ou des tâches qu'ils peuvent ou doivent effectuer, de sorte que les administrateurs ont dû demander des précisions à ce sujet auprès du tribunal de commerce. Je considère qu'il serait utile de revoir le régime du sursis de paiement défini dans la loi précitée à la lumière des décisions récentes prises par le tribunal compétent. Il y a une toutefois une question qui n'a pas encore été tranchée, mais qui revêt néanmoins une importance capitale dans le cadre d'une procédure de sursis de paiement : est-ce que ce régime permet d'établir et d'exécuter un plan de redressement sans qu'il soit absolument nécessaire de respecter le principe de l'égalité de traitement de tous les créanciers ?

- Quels sont, selon vous, les premiers enseignements qu'on peut en tirer dans le domaine de la compliance ?

La réputation et la confiance sont essentielles pour qu'une banque puisse fonctionner, c'est l'enseignement fondamental que nous a enseigné l'agitation récente. Un des rôles centraux de la compliance est de distiller parmi l'établissement financier cette « culture d'entreprise » qui requiert de traiter ses clients de façon honnête et équitable, de comprendre les risques d'un modèle d'activités et de préserver le développement pérenne sans mettre en péril les grands équilibres par une vision à court terme prépondérante.

- A la lumière de la crise, peut-on dire que la 'Compliance' a bien rempli son rôle ?

Je n'ai pas à ce jour d'indication matérielle à ma disposition qui puisse me faire dire le contraire. Je pense cependant qu'il est certainement utile de se poser cette question et de faire l'autocritique au sein même des établissements financiers et au sein de votre association.

- Toujours en relation avec la crise, quelles sont les matières de compliance que vous jugez les plus sensibles face à la crise :
  - Investors Protection ?
  - Abus de marchés ?
  - Analyse technique des produits ?
  - Éthique bancaire ?
  - ...

Dans ce contexte, je voudrais brièvement commenter trois points.

La vente de produits financiers, comme il est prévu notamment par la MIFID, doit se faire, particulièrement dans le contexte actuel,

## Le Bulletin

selon les principes de professionnalisme, d'intégrité et en adéquation avec les connaissances, les besoins et la surface financière des clients. Sous l'effet de la médiatisation, ces derniers ont suivi l'évolution des marchés financiers et devraient être plus sensibles non seulement à la performance d'un produit mais également au risque qui y est associé. Le domaine de la compliance a un rôle éminent à jouer en termes d'information au client.

Le fonctionnement de produits financiers est devenu très complexe et l'activation de clauses « de sauvegarde » ou de garanties lorsque l'environnement financier devient plus difficile peut se révéler, par conjugaison de plusieurs phénomènes, inefficace. Ici encore, la connaissance fine des éléments juridiques qui peuvent empêcher la réalisation de transactions est primordiale. Outre l'analyse technique, la sécurité juridique quant au dénouement d'opérations devient un enjeu majeur. La fonction compliance est particulièrement importante lorsqu'il s'agit d'identifier le risque de compliance avant le lancement d'un nouveau produit, d'une nouvelle activité ou d'une nouvelle relation d'affaires.

Enfin, la communauté des autorités prudentielles s'interroge à juste titre sur les modalités et la structure des rémunérations des dirigeants et cadres des banques. Je suis de ceux qui pensent que tout élément de gratification devrait prendre en compte plusieurs critères pour sa détermination. D'une façon générale, les gratifications ou les bonus devraient refléter la rentabilité à plus long terme et non celle à court terme comme cela fut très souvent le cas dans le passé récent. D'autres éléments tels que la prise de risque, la réalisation des objectifs, la satisfaction des clients et le développement harmonieux du fonds de commerce de la banque devraient faire partie intégrante d'une telle évaluation. Etant donné que la

politique de rémunération est étroitement liée à la réputation d'une banque comme l'a fait ressortir la crise actuelle, la fonction compliance devrait veiller à ce que les critères précités trouvent leur application dans la pratique.

- Partagez-vous l'idée qu'il est nécessaire d'introduire de nouvelles règles?
  - pour remplacer des règles existantes ayant montré leurs limites ?
  - pour réglementer des domaines non encore (suffisamment) réglementés ?
  - une réglementation devant émaner des autorités prudentielles locales ou supranationales ?
  - un renouveau devant prioritairement venir des États Unis, de l'Europe, ... ?
  - cette nouvelle réglementation gagnerait-elle à être plus détaillée ? ou, au contraire, à rester dans une optique de *cadre* laissant une large place à l'implémentation décidée de façon interne à chaque banque, groupe, sous-secteur ?

La crise actuelle a fait ressortir la nécessité de renforcer nos régimes de régulation, le contrôle prudentiel et la gestion des risques. Par ailleurs, il sera nécessaire de remédier aux faiblesses en matière de normes comptables et de transparence sur les instruments de hors bilan, ainsi que de prendre des mesures concernant le fonctionnement et l'encadrement des agences de notation. Toutefois, il faut éviter que ces mesures n'étouffent pas l'innovation. Par ailleurs, le « timing » de

## Le Bulletin

l'introduction de ces mesures est crucial dans la mesure où il s'agit d'éviter qu'elles n'aggravent la situation sur les marchés financiers qu'il faut d'abord stabiliser.

Les autorités de surveillance disposent-elles de suffisamment de moyens pour détecter les établissements qui apparaissent comme plus vulnérables ainsi que d'enjoindre les banques à opérer des changements en se délestant à temps d'actifs dits toxiques ou encore en maintenant un coussin de liquidité adéquat ? Je répondrai par l'affirmative à cette question, tout en précisant que les méthodes restent à parfaire. Des échanges sur des thèmes opérationnels entre autorités de surveillance sont appelés à s'intensifier. Les collègues des superviseurs auront un rôle majeur à remplir dans la supervision des grands établissements financiers internationaux. Des rencontres plus systématiques avec les responsables des établissements financiers sont également à prévoir dans ce dispositif pour intégrer à sa juste valeur, au-delà de l'application stricte de modèles, si performants et sophistiqués soient-ils, le facteur du « jugement humain critique » et celui du bon sens.

Dans sa pure forme, s'écarter d'une réglementation basée sur des principes n'est pas souhaitable puisque ce modèle tient davantage compte de la nature et de la complexité des activités et laisse la responsabilité aux banques de s'y adapter et de s'y conformer tout en devant maintenir le dialogue avec les autorités pour vérifier que ces objectifs soient bien atteints. Ce dialogue est par sa nature sain et, comme dit précédemment, j'encourage à son intensification.

En ce qui concerne plus spécifiquement le domaine de la compliance, un sondage réalisé par le Comité de Bâle et publié en août 2008 sur l'implémentation des principes de compliance qui ont été adoptés en 2005

(Réf : Compliance and the compliance function in banks ; [www.bis.org/publ/cbs113.htm](http://www.bis.org/publ/cbs113.htm)) indique que dans les juridictions sous revue, les principes ont été dans leur globalité bien réalisés. Ainsi, le rapport ne préconise pas de changements ou d'adaptation du texte d'origine. Le Luxembourg ayant participé à cet exercice se rallie entièrement à ce point de vue.

- Les banques doivent-elles aller jusqu'à remettre en question leur métier de base, leurs activités, ... ? Est-ce le cas aussi pour les banques 'luxembourgeoises', c.-à-d. celles soumises à la surveillance de la CSSF ?

Le métier de base des banques, à savoir la collecte des dépôts, la transformation des échéances et la gestion patrimoniale n'est pas à remettre en question. Dans leur ensemble, les piliers de la place du Luxembourg demeurent pérennes. Par contre, l'acceptation de certains « business case », développements ou risques sont peut-être à revoir au vu de l'expérience récente acquise.

J'évoquerai brièvement à cet endroit un scandale qui nous vient outre-Atlantique de ce qu'il est convenu d'appeler « l'affaire Madoff ». Il semble bien qu'au jour d'aujourd'hui la détermination des implications exactes ainsi que des responsabilités engagées par différents intervenants, eu égard à l'opacité des informations disponibles et à la complexité des opérations, vont requérir beaucoup d'efforts. Les investigations des autorités sont en cours et nécessiteront du temps avant que toute la lumière puisse être faite sur ces manœuvres à caractère frauduleux dont les montants engagés, peuvent, à juste titre, apparaître comme exorbitants.

## Le Bulletin

En tout état de cause, la législation luxembourgeoise requiert que lorsque des actifs d'un fonds sont déposés par la banque dépositaire auprès d'un tiers, ces dépôts se font sous la responsabilité de suivi et de supervision de la banque dépositaire, ce qui implique que le dépositaire doit savoir à tout moment de quelle façon les actifs du fonds d'investissement sont investis et où et comment ces actifs sont disponibles. Cette responsabilité n'est pas affectée par le fait de confier à un tiers tout ou partie des actifs d'un fonds dont il a la garde.

- Parmi les mesures pouvant d'ores et déjà être mises en œuvre, de façon interne, par chaque banque, quelles sont les premières mesures (urgentes ou de fond) que vous recommanderiez aux Compliance Officers à Luxembourg ?

Il n'y pas à proprement parler de mesure urgente à mettre en œuvre. Cependant, le compliance officer doit se montrer diligent et maintenir l'effort de peser dans le bon sens sur les décisions qui nécessiteront d'être prises. Il en va donc essentiellement des efforts de mise en garde sur le caractère adéquat des opérations envisagées et de vigilance dans la mise en place de nouvelles activités ou de nouveaux produits, de favoriser une bonne communication interne et de sensibiliser le personnel à l'importance de la compliance au moyen d'une formation continue.

- Comment conseilleriez-vous de renforcer la responsabilité des banques en matière de Compliance ? Doit-on renforcer la fonction Compliance ? Le rôle du C.O. devra-t-il évoluer ? Faudra-t-il davantage considérer le C.O. comme celui qui se doit d'attirer l'attention du business sur ses propres responsabilités, tout en laissant au

business la responsabilité finale des décisions ? Ou bien, doit-il davantage prendre une place au niveau de la prise de décision elle-même ? De quelle(s) façon(s) ?

En complément à ce qui précède, le compliance officer est la personne qui peut, avec le recul nécessaire, rendre attentif au fait que le dénouement de certaines opérations peut être sujet à insécurité, notamment juridique, qu'il est impératif de prendre en compte dans le processus de décision. Le rôle du compliance officer n'est pas de participer à la prise de décision finale qui relève de la direction, mais de rendre celle-ci attentive à l'existence des risques de compliance éventuels tels que définis par la circulaire CSSF 04/155 qui se dégagent des activités existantes ou de nouvelles activités.

- La crise aura-t-elle des impacts quant au rôle et des missions des autorités prudentielles ? Quels sont les impacts auxquels on peut s'attendre sur la façon dont les autorités prudentielles conçoivent leur rôle en matière de contrôle ?

Comme dit précédemment, la coopération entre autorités prudentielles sera sans aucun doute renforcée, sous l'impulsion de décisions politiques prises au niveau du G20 ou au niveau d'ECOFIN. Les collègues de superviseurs qui traiteront de questions opérationnelles vont, à terme, être un pilier indispensable à la surveillance des établissements qui opèrent sur une base transfrontalière.

*Claude Simon*

*Responsable de la Surveillance Générale de la CSSF*

## Doctrine

### **Physical short selling under UCITS: the end of the story?**

During the last few months there has been a widespread debate within the UCITS industry about the suitability of physical short sales of securities within the UCITS framework. This matter was already extensively reviewed in a previous article published on the ALCO newsletter<sup>1</sup>, which I invite you to read for additional information.

The debate gained momentum in October 2007, when the Irish Financial Regulator published policy changes that allowed these practices<sup>2</sup>.

However, in October 2008, CESR has made public on its website the contents of a letter it has received from the European Commission (EC)<sup>3</sup>, which effectively closes the matter by stating that “physical short selling of borrowed securities is inconsistent with important provisions of the UCITS Directive<sup>4</sup>”. Following the receipt of this letter, CESR has also published updated

---

<sup>1</sup> “Physical short selling under UCITS: is it time to reconsider, and which may be the challenges for the compliance function?”, ALCO Newsletter No14, June 2008.

<sup>2</sup> “Collective Investment Schemes – Policy Changes and Related Matters – UCITS – Covered Short Sales”, October 2007.

<sup>3</sup> “Physical short-selling in the context of the UCITS Directive – March 2007 CESR guidelines on eligible assets”, MARKT/G4/dm/D(2008)4056

<sup>4</sup> Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).

Level 3 guidelines on eligible assets for UCITS<sup>5</sup>.

In this article I will review the Irish Financial Regulator’s approach, the EC’s position, the amendments introduced by CESR and finally make some considerations as to how physical short selling could have been considered as compliant with the UCITS framework.

### **Physical short selling in Ireland**

In a nutshell, the Financial Regulator’s approach was based upon three key considerations:

1. Article 42 of the UCITS Directive prohibits uncovered sales. Therefore short selling is possible, if the short position is covered through a securities borrowing arrangement.
2. CESR’s Level 3 guidelines (in their original wording) stated that “if UCITS are authorised to use repurchase agreements or securities lending or securities borrowing to generate leverage through the re-investment of collateral, these operations must be taken into account to calculate the global exposure of UCITS”. Therefore leverage can be generated by selling securities borrowed.
3. Synthetic short selling is a common practice since the publication of the EC Recommendation 2004/383/EC<sup>6</sup> that

---

<sup>5</sup> “CESR’s guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS, March 2007 (updated September 2008)”, CESR/07-044b

<sup>6</sup> Commission Recommendation 2004/383/EC of 27 April 2004 “on the use of financial derivative

allows, for UCITS entering into financial derivative transactions that are cash settled, to hold as cover assets other than the relevant financial derivative instrument's underlyings.

The Financial Regulator's policy changes document contained additional guidance in terms of risk management process, however the key message was that physical short selling was considered an eligible technique under UCITS.

### **The EC's position**

The EC considers that there is little or no guidance in the text of the UCITS Directive governing exposures generated through physical short selling. Additionally, its view is that this technique is inconsistent with parts of the UCITS Directive, namely:

1. The mere existence of a stock borrowing agreement to accompany the short sale does not mean that the transaction can be equated with a "covered sale" and thereby escape the prohibition of article 42 of the UCITS Directive on uncovered sales. In particular, the mere fact of borrowing a security to cover potential obligation to settle the short sale does not mitigate the exposure of the UCITS to potentially unlimited market risk.
2. The existence of a stock borrowing agreement contravenes the prohibition on borrowing set forth by article 36 of the UCITS Directive. The prohibition on borrowing laid down in this article (excepted on a limited and temporary basis) is not confined to borrowing money but also extends to securities.
3. No harmonised provisions exist in the UCITS Directive governing risk

---

instruments for undertakings collective investment in transferable securities (UCITS)"

management controls for physical short selling, which gives rise to market risk, operational risk, counterparty risk and additional settlement risk if compared with similar exposures generated through derivatives.

European legislation does not provide for clear or explicit rules governing the extent to which UCITS can assume risk through physical short selling, or on the requirements for managing the related risks, unlike leverage generated through derivatives where guidance is widely available. If physical short selling were to be allowed, it would take place, to quote the EC's letter, "in an EU legal vacuum".

Therefore, the wording of the relevant sections of CESR's Level 3 guidelines (as of March 2007) risks giving rise to interpretations which would be incompatible with the EC's understanding of the Level 1 UCITS Directive.

### **CESR's Level 3 reviewed guidance**

On the basis of the EC's technical interpretation, CESR has therefore published in October 2008 revised Level 3 guidelines. The changes relate only to Article 11 of the Eligible Assets Directive<sup>7</sup>, as shown in the following table:<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Commission Directive 2007/16/EC of 19 March 2007

<sup>8</sup> Note: CESR's official documents do not include track changes, which I have added for ease of reference.

CESR/07/044 (old guidelines)	CESR/07/044b (updated guidelines)
<p><i>Techniques and instruments relating to transferable securities and money market instruments include, but are not limited to, collateral under the provisions of Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements, repurchase agreements, guarantees received, and securities lending. The requirement to comply with the provisions of Article 21 of Directive 85/611/EEC imply in particular that if UCITS are authorized to use repurchase agreements or securities lending, these operations must be taken into account to calculate the global exposure of the UCITS.</i></p>	<p><i>Techniques and instruments relating to transferable securities and money market instruments include, but are not limited to, collateral under the provisions of Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements, repurchase agreements, guarantees received, and securities lending. The requirement to comply with the provisions of Article 21 of Directive 85/611/EEC imply in particular that if UCITS are authorized to use repurchase agreements or securities lending, these operations must be taken into account to calculate the global exposure of the UCITS.</i></p>

The question could now be raised, if the deletion of references to the generation of leverage through re-investment of collateral in Level 3 guidance should be read also as a prohibition for UCITS to reinvest cash or rehypothecate assets received as collateral, for example in the case of securities lending transactions.

The reference to the generation of leverage through the re-investment of collateral has been removed in reaction to the updated guidance provided by the Irish Financial Regulator in October 2007. My interpretation, which I could informally

confirm with EC officers, is that amendments to CESR’s Level 3 guidelines should be read only and exclusively in relation to physical short selling techniques.

### Supporting physical short selling

It may be difficult at this point to argue that there is any space for resurrecting physical short selling techniques under UCITS. However my personal view is that the issue may be re-looked into in the future, for the following reasons.

1. Prohibition to carry uncovered sales: the key issue is defining what may or not qualify as “cover” for a short sell. The EC has already made clear, with Recommendation 2004/383/EC, that “uncovered sales are all transactions in which the UCITS is exposed to the risk of having to buy securities at a higher price than the price at which the securities are delivered and thus making a loss and the risk of not being able to deliver the underlying financial instrument for settlement at the time of the maturity of the transaction”. The EC further considers that “these risks are always relevant for those operations in which the UCITS is forced to buy securities in the market to meet its obligations”.

However, Recommendation 2004/383/EC also states<sup>9</sup>, with reference to financial derivative instruments, that “where the risk of the underlying financial instrument of a derivative can be appropriately represented by another underlying financial instrument, and the underlying financial instrument is highly liquid, Member States should consider allowing UCITS to hold exceptionally other liquid

<sup>9</sup> Article 7.2: Exceptional substitution with an alternative underlying cover in the absence of a cash settlement.

assets as cover provided that they can be used at any time to purchase the underlying financial instrument to be delivered and that the additional market risk which is associated with that type of transaction is adequately measured”.

In light of the above, it is difficult to understand the reason for discriminating between an obligation to deliver a borrowed security and an obligation to deliver the underlying of a financial derivative instrument, also because in the case of securities borrowing the borrower would be entitled to sell the collateral received in case of non-delivery of the securities lent – which is very similar to the case of a cash-settled financial derivative transactions, for which the EC provides for more relaxed rules in terms of cover.

2. Prohibition to borrow: The EC acknowledges that the 10% borrowing facility as defined under article 36 of the UCITS Directive relates to cash as well as securities. Therefore there is no doubt that securities may be borrowed, as long as borrowing is on a temporary basis. Should the notion of “temporarily” be intended, by way of example, as a 90-day limit, this is more than an adequate timeframe to open and close a short position.
3. Risk management: the EC considers that the absence of harmonised provisions on risk management controls for physical short selling is a valid reason not to allow these techniques.

However, article 22 of the UCITS Directive states that “the management or investment company must employ a risk management process which enables it to monitor and measure at any time the risk

of the positions and their contribution to the overall risk profile of the portfolio”.

If the absence of specific provisions for the management of risk for physical short sales is seen as an issue, the development of adequate guidelines should be seen as a priority. In this respect the recent CESR initiatives on risk management<sup>10</sup> could consider suggesting appropriate guidelines also in this respect.

4. Settlement risk: the EC considers that physical short selling implies additional settlement risks compared to similar exposures generated through derivatives.

However, one could argue that securities settlement is by far a more secure and standardised process than financial derivative instruments settlement, which is manual and which may be a significant source of operational issues for back-office functions<sup>11</sup>.

Additionally, while a physical short sale position can be closed without particular issues at any time by buying the concerned securities, this may not hold true for synthetic short positions created via financial derivative instruments, due to their bilateral nature and the absence of a central clearer. In particular, and this is an extremely timely consideration, the BIS<sup>11</sup> considers that practices such as

---

<sup>10</sup> Refer to CESR’s consultation on “Risk management principles for UCITS”, August 2008, CESR/08-616 and to the expected CESR’s paper on technical and quantitative issues related to risk management.

<sup>11</sup> Refer to the Bank for International Settlements (BIS) paper on “New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives”, March 2007. Accordingly, for complex products such as non-vanilla credit derivatives, trade confirmation often is not achieved until T+30 or later. For non-complex products the situation is only slightly better.

novations (the replacement of a contract between two initial counterparties to an over-the counter derivatives trade with a new contract between the remaining party and a third party), closeouts (acceleration and termination of a contract prior to its maturity) and closeout nettings (contractual provisions to offset credit exposures between two parties combining them into a single net payment from one party to the other) all pose significant risks and challenges from an operational and legal points of view, in particular in case of counterparty default, which is, as we have recently experienced, not an impossible event.

### **Conclusions**

As of now, physical short selling of securities under UCITS is clearly prohibited. Therefore, the challenge for the compliance function is purely a monitoring one, not anymore an interpretative one.

My personal view remains that there are good reasons to argue that from a technical and regulatory point of view, physical short selling should not be regarded as incompatible with the UCITS framework. This does not mean that such practice should be recommended or promoted, nor that I consider it particularly suitable for a retail investment product.

No matter how you see it anyway, the fact of having clarity on its eligibility under UCITS is surely a step forward as it eliminates areas of incertitude for compliance officers and avoids uneven regulatory interpretations in different jurisdictions.

*Stefano Pierantozzi*

*Head of European Fiduciary Oversight & Research  
Citibank Luxembourg Branch*

## Vie associative

### VIE ASSOCIATIVE

#### **Responsable Internet**

Olivier Gilson  
Téléphone +352 48 48 80 51 08  
[olivier.gilson@efa.eu](mailto:olivier.gilson@efa.eu)

### ASSOCIATION ACTIVITIES

#### **Coordinateur des groupes de travail**

Jean-Noël lequeue  
Téléphone +352 621 194 941  
[icesa@pt.lu](mailto:icesa@pt.lu)

### GROUPES DE TRAVAIL ACTUELS

#### **Groupe de travail 16**

#### **Commission permanente juridique et relations publiques**

Responsables Claudine FRUTSAERT  
Téléphone +352 44 24 24 43 15  
[claudine.frutsaert@axa.lu](mailto:claudine.frutsaert@axa.lu)

Patrick SCHOTT  
Téléphone +352 46 71 71 400  
[pschott@pictet.com](mailto:pschott@pictet.com)

#### **Groupe de travail 21**

#### **Interprétation pratique des restrictions d'investissements de fonds**

Responsable Tim WINFIELD  
Téléphone +352 34 10 23 85  
[tim.winfield@jpmorganfleming.com](mailto:tim.winfield@jpmorganfleming.com)

#### **Groupe de travail 27**

#### **Formations IFBL**

Coordinateur Jean-Noël LEQUEUE  
Téléphone +352 62 11 94 941  
[icesa@pt.lu](mailto:icesa@pt.lu)

#### **Groupe de travail 29**

#### **Abus de marché**

Coordinateur Cyril MATHIEU  
Téléphone +352 40 46 46 400  
[cyrilmathieu@lu.hsbc.com](mailto:cyrilmathieu@lu.hsbc.com)

#### **Groupe de travail 33**

#### **Réponses aux questions des membres**

Coordinateur Philippe SCHNEIDER  
Téléphone +352 45 14 14 299  
[philippe.schneider@citi.com](mailto:philippe.schneider@citi.com)

### CURRENT WORKING GROUPS

#### **Working group 16**

#### **Legal and public relations**

Owners Claudine FRUTSAERT  
Telephone +352 44 24 24 43 15  
[claudine.frutsaert@axa.lu](mailto:claudine.frutsaert@axa.lu)

Patrick SCHOTT  
Téléphone +352 46 71 71 400  
[pschott@pictet.com](mailto:pschott@pictet.com)

#### **Working group 21**

#### **Practical interpretation of fund investment restrictions**

Owner Tim WINFIELD  
Telephone +352 34 10 23 85  
[tim.winfield@jpmorganfleming.com](mailto:tim.winfield@jpmorganfleming.com)

#### **Working group 27**

#### **Training IFBL**

Coordinator Jean-Noël LEQUEUE  
Telephone +352 62 11 94 941  
[icesa@pt.lu](mailto:icesa@pt.lu)

#### **Working group 29**

#### **Market abuse**

Coordinator Cyril MATHIEU  
Telephone +352 40 46 46 400  
[cyrilmathieu@lu.hsbc.com](mailto:cyrilmathieu@lu.hsbc.com)

#### **Working group 33**

#### **Answers to questions of members**

Coordinator Philippe SCHNEIDER  
Telephone +352 45 14 14 299  
[philippe.schneider@citi.com](mailto:philippe.schneider@citi.com)

**MEMBRES ET VIE ASSOCIATIVE**

**MEMBERS AND ASSOCIATION ACTIVITIES**

**Nombre de membres (au 05/01/2009):**

Banques	177
Fonds	78
Fonds / Banques	33
Assurances	47
Consultants / Réviseurs	34
Admin. et domiciliation de sociétés	17
Avocats	6
PSF	29
Gestion de fortune	5
Autres	6
<b>Effectif total:</b>	<b>432</b>
Membres effectifs	356
Membres d'honneur	76
<b>Effectif total:</b>	<b>432</b>

**Number of members (as per 05/01/2009):**

Banking sector	177
Funds sector	78
Funds / Banking sector	33
Insurance sector	47
Consultants / Auditors	34
Admin. and company domiciliation	17
Law firms	6
SFP	29
Asset management	5
Other	6
<b>Total number:</b>	<b>432</b>
Active members	356
Honorary members	76
<b>Total number:</b>	<b>432</b>

**Réunions et activités:**

Mensuellement	Réunions du conseil d'administration
1 / 2 x par an	Réunions plénières
2 / 3 x par an	Rencontres informelles autour d'un thème

**Meetings and activities:**

Monthly	Board meetings
1 / 2 x per year	Plenary assemblies
2 / 3 x per year	Informal meetings on a subject

# Le Bulletin

---

– **Conseil d’administration:**

---

Jean-Marie LEGENDRE	Président
Claudine FRUTSAERT	Vice-Présidente - Assurances
Alain HONDEQUIN	Vice-Président - Banques
Patrick WATELET	Vice-Président - Fonds
Valerie ALEZINE	Trésorier
Sundhevy GOÏOT	Administrateur
Jean-Noël LEQUEUE	Administrateur
Patrick CHILLET	Conseiller
Karine VILRET-HUOT	Conseiller
Vincent SALZINGER	Conseiller
Tim WINFIELD	Conseiller

---

– **Secrétariat de l’ALCO:**

---

Laurence THILMANY-INCOURT  
[secretariat@alco.lu](mailto:secretariat@alco.lu)  
B.P. 13 L-2010 Luxembourg

---

– **Secrétariat du Président:**

---

Solyane LORKOVIC  
Téléphone +352 24 67 26 12  
Fax +352 24 67 81 37  
[solyane.lorkovic@ca-luxembourg.com](mailto:solyane.lorkovic@ca-luxembourg.com)

---

– **Secrétariat du Bulletin:**

---

Laurence THILMANY-INCOURT  
[secretariat@alco.lu](mailto:secretariat@alco.lu)  
B.P. 13 L-2010 Luxembourg

---

– **Comité de rédaction:**

---

Claudine FRUTSAERT (responsable), Patrick SCHOTT, Jean-Marie LEGENDRE, Philippe SCHNEIDER  
Carine VAN MULDER, Julie BECKER, Leen BOM, Marie BOURLOND

VISITEZ NOTRE SITE WEB : [www.alco.lu](http://www.alco.lu)