

Transfer pricing and the rise of regulation in the alternative investment space

By Enrique MARCHESI-HERCE, Partner, Transfer Pricing & Gonçalo DOROTEA CEVADA, Senior Manager, Transfer Pricing – Deloitte Luxembourg

Regulatory frameworks and latest trends

Following the 2008 global financial crisis, many countries opted to increase their control and supervision powers of the financial markets. The European Union (EU) was not an exception. On 8 June 2011, the Council of the EU and the European Parliament (EP) enacted the Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD), aimed at regulating and harmonizing the internal market for alternative investment fund managers (AIFMs). Luxembourg transposed the Directive into national law, and the AIFs industry is currently governed by the Law of 12 July 2013.

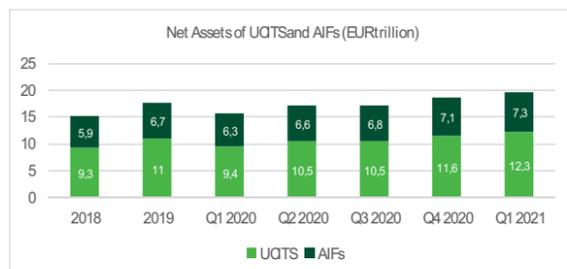
The AIFMD defines AIFs as “collective investment undertakings, including investment compartments thereof, which raise capital from a number of investors, with a view to investing it in accordance with a defined investment policy for the benefit of those investors”; and the *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF) describes an AIFM as “any legal person whose regular business is managing one or more AIFs”.

In this context, both the AIFMD and Luxembourg domestic laws state that AIFMs domiciled in Luxembourg—managing both EU and/or non-EU AIFs—are within the scope of the relevant regulatory framework and, consequently, must be registered with, or authorized by, the CSSF.

Indeed, the AIFMD and the Luxembourg Law of 12 July 2013, govern, in principle, all the main investment funds including Luxembourg specialized investment funds (Law of 13 February 2007), Luxembourg investment companies in risk capital (Law of 15 June 2004), and funds set up under Part II of the Law of 17 December 2010 on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS).

AIFs include, but are not limited to, a varied range of asset classes such as private equity, infrastructure, commodities, currency management, and/or hedge funds; and are part of the wider asset management industry which also includes other categories of funds, e.g. UCITS.

According to the latest “Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2021”⁽¹⁾, net assets of UCITS and AIFs in Europe grew by 4.5% in Q1 2021 to €19.6 trillion.



This growth in the AIFs industry has been a constant trend across Europe, and Luxembourg has been no exception, taking the lion's share out of it. According to the EFAMA, the Grand Duchy was the largest investment fund hub on the continent, accumulating a 27% market share of net assets by European domiciled funds in 2020.

As stated in its 11th edition of the “EFAMA – Asset Management in Europe”, asset managers, including AIFMs, fulfil a number of key roles in the financial system and the wider economy. In fact, their most important role is to indirectly channel savings from European citizens towards invest-



ments, putting these savings to work productively in the economy.

This aspect leads us to a fundamental and million dollar question: how will AIFMs react and adapt to a post-COVID-19 world?

Although the forthcoming months (and years) are still hard to predict, it is widely accepted that the impacts will vary within the alternative space—COVID-19 disruptions in the real estate and infrastructure industries differ, for example, from those specific to hedge funds. Yet, there will be common challenges which will require AIFMs to adapt and reshape their operating models due to new value drivers, e.g. technology, artificial intelligence, digital transformation, and a virtual workforce. Also, more transparency, more cooperation with key public authorities, and clearer corporate governance guidelines, aligned with TP policies, are also a trend which will strongly emerge in the post-COVID-19 era.

As a sign of such increased pressure already prior to the pandemic, Luxembourg's CSSF published Circular 20/744 contained a list of aggravated tax fraud indicators for regulated investment fund managers—one of which specifically relates to compliance with TP regulations.

Observed operating/remuneration models in the alternative space

Article 20 of the AIFMD sets the legal framework for the delegation of functions made by AIFMs, and states that such delegation cannot comprise all “core functions”. In other words, either the portfolio management and/or risk management functions must be performed and retained by the AIFMs, and cannot be delegated to any other actor in the value chain.

The AIFMD also determines that delegation of portfolio management and/or risk management, as well as other functions, is subject to prior approval by the CSSF. In all cases, the delegating AIFM remains ultimately responsible for the oversight of delegated functions. The role and functional profile of AIFMs varies significantly from one player to another, based on global organizational capabilities and constraints, teams location, culture etc., result-

ing in a variety of operating models when it comes in particular to portfolio and investment management, marketing/distribution or fund administration. Consequently, the associated TP policy is therefore unique, and relies on the relevant and particular operating model of each AIFM.

The most commonly observed operating models of Luxembourg-regulated AIFMs are so called, delegation and centralized models. The delegation model is most widespread among Luxembourg AIFMs, and is generally characterized by the delegation of portfolio management—as well as other value added functions including, *inter alia*, marketing and fund raising. In such operating models, the AIFMs tend to retain risk management, compliance, and regulatory oversight over delegated functions. From a TP perspective, most commonly applied methods to remunerate the unique role of the



AIFMs, as well as functions performed by the delegates, are the comparable uncontrolled price (CUP) or the profit split/revenue share method. Whilst the former seeks to benchmark the remuneration of the different functions by reference to internal or external comparables, the profit split/revenue share allocates the management fees to the AIFM and its delegates through the application of economically valid allocation key(s). Whilst no method is better than the other, suitability must be assessed case-by-case and under acknowledgment of the upsides and downsides of each approach.

Whilst the profit split/revenue share method allows for precise allocation of management fees in line with value creation across the value chain, implementation and maintenance may trigger certain operational challenges (i.e. initial allocation of management fees based on forecasted cost, should operating expenses be used as allocation key, needs to be adjusted ex-post with actual expenses). On the other hand, the CUP method, may allow for less granularity (particularly in complex models where investment teams or distributors operate globally, rather than locally, based on asset class specialization), but implementation proves less complex and only limited maintenance is generally required.

Contrary to the above, the centralized model is less common and implies that the AIFMs retain all core and value added functions, including portfolio management, risk management, and fund raising. In order for AIFMs to duly perform these functions, they would generally resort to investment advisers or seek support from related/unrelated parties in areas like marketing, risk management, or valuation. In cases where these support functions are performed by related parties, an acceptable remuneration would be generally determined on a cost plus basis.

However, a cost plus remuneration may not be appropriate in all cases, particularly when the AIFMs operate under a so-called investment advisory model. In such cases, the role of the investment advisor is not limited to providing mere routine support to the AIFM in its capacity as portfolio manager, but would generally entail provision of value added services (e.g. deal sourcing, recommendations on investments/divestments, etc.) undertaken by senior investment specialists within the organization, but external to the AIFM. Under the advisory model, the AIFMs' role would be limited to the review and approval/rejection of the investment recommendations made by the investment advisor.

Another important point to note refers to the particular fee structure established by AIFMs. Historically, these used to charge a “single” or “all in” management fee. Today, there is an observed trend to charge a dedicated “AIFM service fee” in consideration for the captive role of the AIFM, which is separate and distinct from the management fees charged to remunerate the delegated portfolio and/or distribution functions. Although this fee schedule does not imply higher costs for investors, the impact from a TP and indirect tax perspective must be carefully considered.

Transfer pricing challenges and opportunities

TP has, and will certainly continue to be, a crucial area of focus for tax authorities around the world. And, considering the intragroup cross border footprint of the

asset management industry, it has become a fundamental issue on the governance agenda. In light of this, AIFMs should revisit the suitability and defensibility of existing TP models in light of recent operational, regulatory, and tax developments, and ensure that TP policies are consistently implemented and documented. By doing this, AIFMs will be better positioned to respond and manage future tax/TP audits and controversy—which has rapidly increased in Luxem-

bourg in recent months, with a particular focus on the financial sector. The future is certainly uncertain, but the expected need for additional tax revenues from all governments—particularly strengthened by the COVID-19 crisis—will be followed by an increase in cross border tax/TP audits in all industries, including the asset management one.

^{1) Release n. 85, published in June 2021 by the European Fund and Asset Management Association (EFAMA).}

Deloitte.

REGULATORY COMPLIANCE SENTINEL

Dates prévisionnelles d'application: Nouvelles publications: Octobre 2021

15/10/2021 La CSSF publie la Circulaire CSSF 21/785 sur le remplacement de l'obligation d'autorisation préalable par une obligation de notification préalable en cas de sous-traitance informatique matérielle

Le 14 octobre 2021, la Commission de Surveillance du secteur financier (CSSF) a publié la Circulaire CSSF 21/785 « Remplacement de l'obligation d'autorisation préalable par une obligation de notification préalable en cas de sous-traitance informatique matérielle ». Cette circulaire définit les mesures transitoires concernant les demandes d'autorisation de sous-traitance informatique matérielle soumises à la CSSF avant la date d'entrée en vigueur de la circulaire CSSF 21/785.

Pour les entités surveillées ayant soumis leurs demandes d'autorisation de sous-traitance jusqu'au 31 août 2021 inclus, les procédures et délais en place avant le 15 octobre 2021 restent d'application. Un retour sur leurs demandes sous forme de demande d'informations complémentaires, de non-objection, non-objection conditionnelle ou refus leur sera systématiquement fourni.

Pour les entités surveillées ayant soumis leurs demandes d'autorisation de sous-traitance entre le 1^{er} septembre 2021 et le 14 octobre 2021, les dispositions suivantes s'appliquent :

- En cas de réaction de la CSSF (demande d'informations complémentaires, opposition partielle ou complète au projet) : cette réaction interviendra au plus tard dans un délai de 3 mois à compter de la date d'entrée en vigueur de la circulaire, soit jusqu'au 15 janvier 2022. Dans la transmission de sa réaction, la CSSF fournira à l'entité surveillée des précisions quant au suivi de la demande.
- En l'absence de réaction de la CSSF (demande d'informations complémentaires, opposition partielle ou complète au projet) au 15 janvier 2022 : les entités surveillées peuvent mettre en œuvre la sous-traitance prévue. L'absence de réaction de la CSSF ne préjuge pas des mesures de surveillance ou de l'application de mesures contraignantes et/ou sanctions administratives qu'elle pourrait être amenée à prendre à un stade ultérieur dans le cadre de la surveillance permanente, s'il apparaît que lesdits projets d'externalisation ne sont pas conformes au cadre juridique et réglementaire applicable.

Cette circulaire est applicable à tous les établissements de crédit, les PSF, les établissements de paiement, les établissements de monnaie électronique ainsi qu'aux gestionnaires de fonds d'investissement soumis à la circulaire CSSF 18/698. Il demeure de l'entière responsabilité des entités surveillées de se conformer à toutes les lois et réglementations pertinentes concernant les projets d'externalisation prévus.

2025-2030 La Commission Européenne adopte une réforme de la réglementation bancaire de l'UE

Le 27 octobre 2021, la Commission européenne a proposé une réforme de la réglementation bancaire de l'UE. Cette proposition vise à finaliser la mise en œuvre par l'UE du cadre de Bâle III par le biais de la directive sur les exigences de fonds propres (CRD6) et du règlement sur les exigences de fonds propres (CRR3).

La réforme poursuit les trois objectifs suivants :

- Mise en œuvre de Bâle III : La proposition vise à renforcer la résilience, sans entraîner d'augmentation notable des exigences de fonds propres. L'incidence globale sur les exigences de fonds propres est limitée à ce qui est nécessaire, ce qui préservera la compétitivité du secteur bancaire de l'UE. Le paquet réduit en outre les coûts de conformité, en particulier pour les petites banques, sans pour autant assouplir les normes prudentielles.
- Contribution à la transition écologique : La proposition présentée imposera aux banques de détecter, rendre publics et gérer de manière systématique les risques ESG dans le cadre de leur gestion des risques. Tant les autorités de surveillance que les banques devront procéder régulièrement à des tests de résistance climatique. Toutes les banques devront révéler dans quelle mesure elles sont exposées aux risques ESG (les règles en matière de publication d'informations seront proportionnées).
- Renforcement de la surveillance : Le paquet offre des outils renforcés aux autorités de surveillance chargées de contrôler les banques de l'UE. Il établit un ensemble de règles d'honorabilité claires, solides et équilibrées, qui permettent aux autorités de surveillance d'évaluer si le personnel d'encadrement supérieur possède les compétences et les connaissances requises pour gérer une banque. La réforme traite aussi, de manière proportionnée, la question de l'établissement de succursales de banques de pays tiers dans l'UE.

La plupart des dispositions du CRR3 devraient s'appliquer à partir du 1^{er} janvier 2025. La période de transition pour le plancher (« output floor ») débutera le 1^{er} janvier 2025 avec un calibrage de 50 %, pour atteindre un calibrage complet de 72,5 % le 1^{er} janvier 2030.

Le paquet législatif va être examiné par le Parlement européen et le Conseil.

01/07/2022 Les autorités européennes de surveillance (AES) proposent de nouvelles règles pour les informations sur les produits liés à la taxonomie

Le 22 octobre 2021, les autorités européennes de surveillance (AES) ont publié leur rapport final proposant des projets de normes techniques réglementaires (NTR) concernant les informations à fournir dans le cadre du règlement sur les informations relatives à la finance durable tel que modifié par le règlement sur l'établissement d'un cadre visant à faciliter l'investissement durable (règlement sur la taxonomie).

Le rapport contient les propositions suivantes :

1. Pour les produits relevant des articles 5 et 6 du règlement sur la taxonomie :
 - L'inclusion d'informations précontractuelles et périodiques qui identifient les objectifs environnementaux auxquels le produit contribue et montrent comment et dans quelle mesure les investissements du produit sont alignés sur la taxonomie de l'UE ;
 - L'intégration de deux éléments pour mesurer comment et dans quelle mesure les activités financées par le produit sont alignées sur la taxonomie de l'UE :
 - Deux graphiques montrant l'alignement taxonomique des investissements du produit financier sur la base d'une méthodologie spécifiée qui calcule cet alignement ; et
 - Une assurance fournie par un auditeur ou un examen par un tiers que les activités économiques financées par le produit et qualifiées d'écologiquement durables sont conformes aux critères détaillés du règlement sur la taxonomie.

2. Pour les divulgations précontractuelles et périodiques :

- L'inclusion d'annexes avec des modifications aux modèles obligatoires pour les produits financiers qui promeuvent des caractéristiques environnementales et/ou sociales ou qui ont un objectif d'investissement durable tel que défini dans le RGPD, afin qu'ils incluent des divulgations supplémentaires pour les produits de l'article 5 et de l'article 6 en vertu du règlement sur la taxonomie.

En ce qui concerne la question spécifique du traitement des obligations souveraines dans la représentation de l'alignement taxonomique des investissements, les AES ont décidé d'exiger la divulgation de l'alignement taxonomique des investissements de deux manières : l'une incluant les expositions souveraines et l'autre excluant les expositions souveraines du calcul.

La Commission Européenne (CE) examinera les projets de NTR et décidera de les approuver ou non dans les 3 mois suivant leur publication. Les règles finales et les NTR groupés devraient entrer en vigueur en juillet 2022.