

VALUE PARTNERS
ONE MISSION. YOURS.
valuepartners.lu

AGEFI
Luxembourg
Le Journal Financier de Luxembourg

VALUE PARTNERS
Comprehensive solutions for the alternative investment funds industry
valuepartners.lu

FARAD Group is proud to be B-Corp for more than 6 years
www.FARAD-GROUP.com www.FARAD-IMI.com



Sommaire

◆ **Economie / Banques**

EMIR REFIT: What do you need to know ahead of the 29 April go-live date? (Jens SCHMIDT, Clément ROBERT, EY) p.5

Corporate Banking Survey 2023: A new era of corporate lending (PwC and ABBL survey) p.6

La dette européenne à haut rendement a le vent en poupe! (Vincent JUVYNS, J.P. Morgan AM) p.12

◆ **Assurances**

Les défis de l'assurance verte (Sybille PARUIT, HACA Partners) p.16

Développer le financement des retraites par la capitalisation (Franck MARCHAND, Foyer Assurances) p.17

What Impact will the New Solvency II Rules have on ELTIFs? (Sebastian Niels HOOGHMESTRA, Loyens & Loeff) p.19

◆ **Fonds d'investissement**

Offering co-investments opportunities: An investment funds trend on the rise (Marceau VISANO, Johanna FOURNIER, DLA Piper) p.23

Liquidity Management Tools: New rules for open-ended alternative investment funds (Dr. Marcel BARTNIK, Vandenbulke) p.25

Real World Asset, paving the way for the future of the fund industry (Vincent MARTIN, Deloitte) p.28

La fiscalité, un atout parfois déterminant mais loin d'être un critère unique

L'attractivité des talents au Luxembourg

Par Fanny BUEB, Partner, International & Corporate Tax, ATOZ

Dans le monde dynamique de la finance au Luxembourg, attirer et retenir des talents qualifiés et expérimentés est un enjeu crucial pour maintenir la croissance et la compétitivité de la place luxembourgeoise. Lorsqu'une personne physique doit choisir un pays d'implantation, à des fins professionnelles ou d'investissement, l'existence d'incitatifs fiscaux pour les personnes physiques fera très probablement partie des critères qui seront étudiés mais ne constituera certainement pas le critère principal de la décision finale. Il est par ailleurs primordial que le pays d'implantation soit suffisamment attractif pour les entreprises qui souhaiteront s'y implanter et y embaucher des salariés.



portant que les recruteurs et les pouvoirs publics soient en mesure de saisir les facteurs d'attractivité du Luxembourg et ce, tant pour les salariés que pour les employeurs. Dans cet article, nous allons nous focaliser sur les attraits du point de vue des salariés d'entreprises luxembourgeoises.

En premier lieu, il est important de noter que le secteur financier étant aujourd'hui par nature totalement dématérialisé, toute mesure visant à attirer et retenir des talents devra tenir compte d'une tendance lourde du marché, à savoir un besoin croissant de flexibilité de la part des salariés, tendance qui s'est significativement accentuée depuis la pandémie de Covid-19 et l'essor spectaculaire du télétravail qui en a découlé. Depuis, les salariés sont devenus de plus en plus exigeants en matière de flexibilité au travail.

Cette nouvelle exigence doit toutefois faire face à des enjeux fiscaux et de sécurité sociale qui pèsent tant sur les salariés que sur leurs employeurs dans les différents pays concernés. En effet, il faut d'une part s'assurer que l'exercice du télétravail des salariés dans un pays différent de celui dans lequel l'employeur est établi ne remette pas en cause la résidence fiscale dudit employeur (notamment du fait d'une réduction de la substance dans le pays d'établissement de l'employeur) ou

n'entraîne la reconnaissance d'un établissement stable de l'employeur dans le pays dans lequel le salarié exerce ses fonctions.

D'autre part, il est important que le recours au télétravail n'engendre pas des coûts supérieurs pour l'employeur du fait d'une augmentation des obligations de déclaration et de paiement des cotisations de sécurité sociale dans le pays d'exercice des fonctions du salarié en cas de franchissement de certains seuils d'exercice du télétravail. Ce sujet est particulièrement pertinent pour le Luxembourg qui se trouve au centre de l'Europe et qui est le lieu de travail de nombreux salariés frontaliers résidant en France, en Allemagne, ou en Belgique. En effet, fin 2023, sur plus de 483.000 travailleurs luxembourgeois, environ 47% étaient des travailleurs frontaliers (soit environ 227.200).

Suite en page 3

PRIVATE EQUITY
- de vous à moi

La rubrique mensuelle du Private Equity

par Hélène CREPIN et Charlotte STEFFEN, EY Luxembourg

Lire en page 22

La réputation de la place financière luxembourgeoise au sein de l'Union européenne, et au-delà, n'est certainement plus à faire. Afin d'assurer l'attractivité et la croissance de la place, il est donc im-

Le Japon et les États-Unis n'ont pas dit leur dernier mot

Par Christopher DEMBIK, Senior Investment Strategy Adviser Pictet Asset Management

Ca patine. Plusieurs pays sont en récession : Allemagne, Danemark, Estonie, Finlande, Pérou, Royaume-Uni etc. En Europe, l'Allemagne est en mauvaise posture. Le secteur manufacturier est en difficulté depuis plusieurs trimestres. Maintenant, c'est au tour du secteur bancaire de connaître des remous.



En cause, la Pfandbriefbank (PBB). C'est une vénérable petite banque allemande, basée à Munich, dont l'histoire remonte à Frédéric le Grand (18^{ème} siècle) et qui n'a pas fait faillite depuis 1901. Elle est spécialisée dans le crédit immobilier commercial en Europe... et aux États-Unis. Malheureusement, depuis la Covid, l'immobilier commercial s'effondre des deux côtés de l'Atlantique. Environ 15% du portefeuille de la PBB, soit 5,4 milliards d'euros, est directement exposé à l'immobilier commercial américain dont 80% concerne des espaces de bureaux. Il faut s'attendre à des pertes importantes qui pourraient causer la faillite de la banque. C'est ce que craint le marché obligataire.

Y a-t-il un risque systémique ? Heureusement pas. Mais d'autres acteurs de l'immobilier commercial vont certainement subir des pertes substantielles cette année. Certains devront être renfloués. D'autres devront se vendre à bas prix.

Comparée à l'Allemagne, la situation en France n'est pas si mauvaise. Les banques sont en bonne

santé. Le modèle de banque universelle fait ses preuves, encore une fois. Nous devrions éviter la récession cette année. Mais la croissance va rester molle.

Le gouvernement table sur une prévision de croissance à 1% contre 1,4% initialement. C'est encore moins bien selon l'INSEE, la croissance du PIB ne devrait être que de 0,2% au premier trimestre et au deuxième trimestre. Il faudrait donc 0,7% de croissance au cours des troisième et quatrième trimestres pour atteindre 1% - la prévision du gouvernement.

Qu'est-ce qui pourrait provoquer l'accélération brutale de l'activité après l'été ? Pour être franc, on ne voit pas trop, surtout quand la politique budgétaire va devenir plus restrictive et donc moins soutenir l'activité. Si l'on s'en sort avec 0,6%-0,7% cette année, ce sera déjà très bien.

La surprenante bonne santé de l'économie américaine

De l'autre côté de l'Atlantique, l'économie continue de surprendre. La croissance du PIB devrait être proche de 2% ce trimestre. C'est une très bonne performance. L'évolution de l'activité pour le reste de l'année va dépendre de l'évolution des conditions de refinancement, en particulier pour les PME, ce qui va affecter directement le consommateur américain. Le marché de l'emploi est solide. Les embauches devraient être surtout le fait du secteur public. Ce n'est que fin 2023 que le niveau d'emploi dans le secteur public a renoué avec son niveau

d'avant la pandémie - soit un an et demi de re-tard sur l'emploi total.

Suite en page 2

The Monthly PwC Barometer
Economic Confidence indicator in collaboration with AGEFI Luxembourg

Construction challenges dim business sentiment

Key Takeaways:

- The PwC Business Barometer recorded a value of -7 as of the end of February: a contraction from the -2 registered the last month, marking a shift point.
- In February, sentiment within Luxembourg's construction industry reached a nadir, reflecting ongoing challenges since 2022. Although these challenges are particularly evident in reduced mortgage approvals, there is a positive outlook regarding new household loans.
- The Euro Area composite PMI rose to 48.9, signaling a moderate economic decline in the first quarter of 2024. Caution prevails in the EU's economic outlook, underscored by the European Commission's downward revision of its 2024 economic growth.
- Due to the strength of the US economy, Fed policymakers stressed the necessity for additional evidence before considering rate cuts. Thereby, the possibility of an interest rate cut in March is dismissed.

Read more on page 4

◆ **Droit / Emploi**

« Il est vital de s'adapter et de se former en permanence » (Marilyn & Nicolas HURLIN, The Recruiter) p.37

La Chambre des Métiers fête ses 100 ans p.37

Une seule classe d'impôt pour tous ! (Patrick VAN LANDEGHEM, Optifisc) p.38 et 39

◆ **Informatique financière**

The EDPS finds data protection infringements by the European Commission over Microsoft 365 use: A cause for concern? (Vincent WELLENS, Ottavio COVOLO, NautaDutilh Avocats) p.46

Intelligence Artificielle : effet de mode ou effet de marges ? (Laurent DENIZE, ODDO BHF AM) p.48

Sommaire détaillé en page 2

REGULATORY COMPLIANCE SENTINEL
www.deloitte.lu

La fiscalité, un atout parfois déterminant mais loin d'être un critère unique

L'attractivité des talents au Luxembourg

Suite page Une

Par ailleurs, à la suite du Brexit, plusieurs groupes ont dû délocaliser une partie de leurs activités en ouvrant des bureaux dans des États membres de l'Union européenne, entraînant un transfert de certaines équipes et fonctions en dehors du Royaume-Uni. Les fonctions les plus touchées étaient généralement les fonctions réglementaires dont la relocalisation a largement profité au Luxembourg, au sein de l'industrie des fonds d'investissement en particulier.

Les critères principaux retenus par les groupes dans le cadre de cet exercice de relocalisation étaient nombreux et reposaient généralement non pas sur les avantages fiscaux dont pourraient alors bénéficier les salariés de ces activités relocalisées mais sur l'environnement macroéconomique ainsi que sur la stabilité politique et financière des juridictions envisagées.

Si l'on fait un tour d'horizon de ce qui a pu se passer dans certains pays voisins, on est amené à conclure que l'attraction des talents ne peut pas uniquement reposer sur la mise en place de régimes fiscaux avantageux. Même si nous ne disposons pas de statistiques à ce sujet, la mise en place de régimes fiscaux avantageux, comme cela a été fait par le Royaume-Uni, le Portugal et l'Italie, n'est certainement pas suffisante pour attirer des talents et encore moins pour délocaliser une industrie. Toutefois, cela ne signifie pas que ce type de régimes fiscaux soit dépourvu d'utilité, même si cette utilité sera sans doute être limitée à l'attraction de profils bien particuliers.



Quant au Luxembourg, même s'il est doté de plusieurs régimes d'exonérations d'impôts spécifiques pour les contribuables personnes physiques, il faut garder à l'esprit que le taux d'imposition marginal sur les revenus reste assez élevé pour les hauts salaires qui peuvent subir une imposition pouvant atteindre 45% environ (taux marginal d'impôt, majoré de la contribution de solidarité de 7% ou 9% en fonction du niveau annuel de revenus).

Toutefois, un des avantages du Luxembourg par rapport à d'autres pays européens résulte du coût du travail car le taux de cotisations sociales pour les employeurs d'environ 15% est généralement bien plus bas que celui appliqué dans les autres pays européens. Par ailleurs, un avantage additionnel pour les hauts salaires est que la base annuelle de calcul des cotisations sociales est plafonnée à environ 150.000 €, de sorte que la tranche dépassant ce montant n'est pas soumise à cotisations.

Le Luxembourg offre également des avantages fiscaux qui peuvent être attrayants pour certaines catégories de salariés, comme l'exonération des plus-values à long terme dans des participations minoritaires (c. à d. que les plus-values réalisées au-delà d'une période de détention de 6 mois sur une participation inférieure ou égale à 10% sont totalement exonérées d'impôt sur le revenu). Certains détenteurs de parts bénéficiaires (comme le *carried*

interest) pourront donc se prévaloir d'une exonération sur ce type de revenus. Il existe également une exonération de 50% sur certains dividendes perçus.

Depuis l'année d'imposition 2021, un nouveau régime attractif dénommé «la prime participative» a en outre été mis en place pour les salariés d'entreprises luxembourgeoises qui peuvent ainsi bénéficier, sous réserve de certaines conditions et limitations, d'une exonération de 50% du montant de la prime versée par leur employeur en fonction du résultat positif de l'entreprise, permettant ainsi d'alléger significativement l'impact fiscal de leur rémunération annuelle en cas d'octroi d'une prime d'un montant élevé.

Enfin, depuis 2011, le Luxembourg bénéficie d'un régime fiscal attractif pour les impatriés (salariés hautement qualifiés venant de l'étranger). Ce régime de faveur a pour objectif d'aider les entreprises luxembourgeoises à attirer du personnel qualifié, en exonérant certains avantages accordés à ces salariés en raison de leur installation au Luxembourg pendant une période maximale de huit ans.

Il est important de noter que ces différents régimes fiscaux peuvent effectivement influencer la prise de décision de salariés qualifiés et/ou expérimentés de venir s'installer au Luxembourg. Toutefois, ces avantages fiscaux ne suffisent pas à eux seuls à justifier la décision de s'implémenter au Luxembourg. En effet, il est également important que le lieu d'implantation du salarié soit suffisamment attrayant sous d'autres points de vue pour attirer et retenir les talents.

A cet effet, plusieurs critères sont généralement étudiés par les employés pour déterminer le lieu dans lequel ils s'installeront : environnement

macro-économique du pays et/ou de la ville dans laquelle ils envisagent de s'installer, stabilité politique et financière, imposition des revenus salariés, et également d'autres catégories de revenus (qu'ils pourraient réaliser dans le cadre de leur profession, ou non : plus-value, *carried interest*, revenus locatifs, dividendes), protection sociale, infrastructures, qualité de vie, etc.

Il est à noter que le nombre d'habitants au Luxembourg est en croissance constante depuis plus de 30 ans. Au 1^{er} janvier 2023, le Luxembourg comptait plus de 660.000 habitants, dont près de 47,4% n'ont pas la nationalité luxembourgeoise. A ce jour, plus de 180 nationalités sont représentées au sein de la population du Luxembourg. La croissance et la diversité des habitants du Luxembourg démontre bien l'attractivité générale du Luxembourg, malgré l'absence de régime fiscal privilégié, comme cela peut exister dans des pays voisins comme l'Italie ou le Portugal à l'heure actuelle. On peut également constater que le régime fiscal des non-domiciliés qui a longtemps été utilisé pour attirer des talents au Royaume-Uni et soutenir la place londonienne, est de plus en plus remis en cause.

Le nouveau gouvernement luxembourgeois, dont son nouveau Premier ministre Luc Frieden, a d'ores et déjà fait part de son souhait d'élargir et assouplir les différents régimes fiscaux pour les personnes physiques afin de rassurer les employeurs et leurs salariés sur la pérennité des régimes fiscaux déjà en place et assurer ainsi la continuité et la croissance de la place luxembourgeoise pour les années à venir.

Fanny BUEB,
Partner - International & Corporate Tax,
ATOZ

Luxembourg: Resilience in turbulent times

2023 saw a continuation of the volatility that characterised the financial services operating environment globally since 2022. Central banks' responses to soaring inflation were rapid and while interest rate increases have stabilised and signs show a likely decrease in inflation, risks remain elevated for financial firms. In response to a tightening macro environment, financial services firms have slowed global expansion, reduced costs, and consolidated operations.

Luxembourg was not immune to this market volatility, however given the strength and stability of the ecosystem, the country's resilience during times of turbulence is clear. Employment figures for the financial services industry confirm this view, with consecutive growth of approximately 1.5% in 2022 and 2023, on the back of a 2.5% growth rate in the decade preceding this.

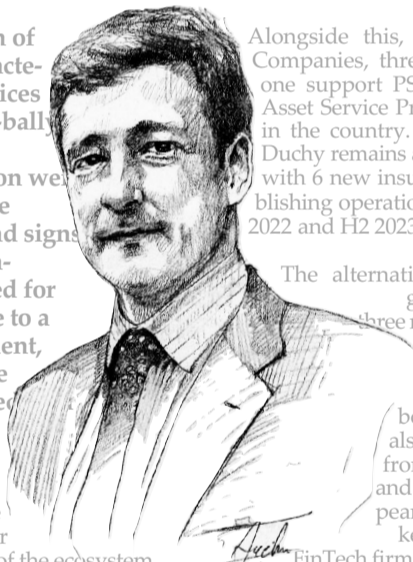
Key Figures:

- 55 new entities were licensed by Luxembourg's financial regulators, including 5 banks;
- Luxembourg regulated fund AuM grew by 5.1% over the course of the year, to just shy of €5.3 trillion;
- Luxembourg-domiciled ESG UCITS funds' assets account for 55% of European ESG UCITS assets;
- 1,870 GSSS bonds were listed on the Luxembourg Green Exchange at the end of the year, a 17.2% increase, amounting to just under €1 trillion;
- Over 280 FinTech firms operate out of Luxembourg, a 13% increase over the course of 2023.

The stability and expertise of Luxembourg's financial services industry, which has become a key draw for many global firms and investors, proved to be essential in 2023. The country remains an attractive domicile for financial firms, with 55 new entities being licensed over the course of the year.

2023 saw five banks receive licenses, including Bank of America which became the 8th US bank to set up operations in Luxembourg, and BTG Pactual which is now the fifth Brazilian bank in the country.

The year also saw four new investment firms receive licenses, namely Investre, CVC Capital Partners, Convera and Alumia. Convera also received a payments license while Alpha FX was licensed as an electronic money institution.



Alongside this, four new Management Companies, three new specialised PSFs, one support PSF, and two new Virtual Asset Service Providers set up operations in the country. Additionally, the Grand Duchy remains a key location for insurers, with 6 new insurers and reinsurers establishing operations here between H2 2022 and H2 2023.

The alternatives sector continues to grow in Luxembourg, with three new alternative investment fund managers (AIFMs) and 25 light AIFMs licensed. Luxembourg's FinTech ecosystem also continued to see interest from firms looking to set up and offer services to the European financial services market. In total, just over 280 FinTech firms now operate out of the Grand Duchy, up 13% y-o-y.

Commenting on 2023, Nicolas Mackel (portrait), CEO of Luxembourg for Finance, stated: "it has undoubtedly been a difficult year for financial services firms globally with uncertainty stemming from multiple sources. Nonetheless, Luxembourg's stability, expertise and toolbox re-main attractive for financial firms looking to do cross-border business in Europe and beyond."

Asset management recovers post 2022

Luxembourg remains Europe's leading cross-border fund hub, with more than 3,270 funds distributed across 80 countries and set up by 580 promoters. Assets under management in regulated funds increased incrementally over the course of the year, growing by 5.1% between December 2022 and December 2023, to reach €5.29 trillion.

Alternative funds remain a strong growth driver for Luxembourg's financial sector with the number of assets in regulated private equity and venture capital vehicles increasing by 5.7% over the course of the year.

Leading in sustainable finance

The Grand Duchy remains the leading sustainable fund domicile globally as the ecosystem continues to grow and become further embedded, with funds domiciled in the country now accounting for 55% of assets managed by European ESG UCITS funds.

ESG fund AuM represented approximately 67.3% of the Grand Duchy's overall UCITS fund assets as of end of Q2 2023 according to study by the Luxembourg Sustainable Finance Initiative and PwC Luxembourg.

The Luxembourg Green Exchange remains the globe's preeminent listing location for GSSS bonds, with the number of labelled bonds listed increasing by over 640% in the last five years, to reach above 1,870 at the end of 2023 which marks a 17.2% increase since the beginning of the year. Throughout the course of the year over 270 bonds were added to the list, amounting to a total of over €150 billion.

By the end of the year, the total volume of GSSS bonds listed on the LGX had reached just shy of €1 trillion.

Non-life and Reinsurance spur growth in insurance sector

Life insurance remains the leading premium driver in the country, with premiums amounting to €26 billion between H2 2022 and H2 2023, however both non-life and reinsurance saw stronger pre-mium growth during that period, 15.5% and 7.1% respectively. Total premiums for that period therefore came to €56 billion. Employment in the sector also saw an uptick of 2.5% rising to above 14,130.

Source: LuxembourgforFinance

capitalatwork

Wealth Management Foyer Group

Over 30 years of expertise
in wealth management
and estate planning

www.capitalnews.lu

Clause de décharge de responsabilité : Cette publication est une annonce publicitaire. Toute décision d'investissement doit être prise après une lecture approfondie du prospectus, du KID2 et du résumé des droits de l'investisseur qui sont disponibles en français, néerlandais et anglais à l'adresse suivante : www.capitalatwork.com/fr/sicav et www.capitalatwork.com/fr/informations-juridiques. La société de gestion Lemanik Asset Management SA peut à tout moment cesser de commercialiser le Fonds ou chacun des compartiments qui en font partie.