

ESMA's recommendations on the AIFMD review

By Jeremie SCHAEFFER (picture), Partner and Niky PARISOT, Associate ATOZ Tax Advisers

On 18 August 2020, the European Securities and Markets Authority (ESMA) issued a letter to the attention of Mr. Valdis Dombrovskis (ESMA's letter), the European Commission's Executive Vice-President for an Economy that Works for People, whose explicit subject is attached to the review of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD or, as the case may be, the Directive).

As a reminder, the AIFMD⁽¹⁾ appeared in the European legislative and regulatory framework on 8 June 2011. The main purposes of the Directive were numerous and included, notably: (i) a greater protection of investors through the introduction of stricter compliance and reporting requirements, bound to the systemic risk analysis and (ii) the implementation of a primary regulation of alternative investment funds (AIFs) through their managers. The Directive was transposed into Luxembourg legislation by the law of 12 July 2013.

The content of ESMA's letter is twofold. Attention is (i) firstly brought to "ESMA's proposed changes to AIFMD" which include an introductory analysis of the main issues raised by the implementation of the Directive since 2011; and (ii) secondly to "ESMA's proposed changes to AIFMD regarding the reporting regime and data use", in other words to more technical aspects regarding information provided to national competent authorities (NCAs).

In this perspective, we shall discuss the concept of "leverage" (I). Then, we will focus on the concept of semi-professional investors, which is notably subject to different approaches in Member States' laws (II). We shall further discuss the delegation and substance's challenges that arose (III) and we shall lastly refer to the expected expansion of ESMA's register's scope regarding entities which should report information (IV).

I. Leverage: concept and potential improvements

It is acknowledged that the AIFMD includes two measures of leverage calculation for reporting pur-

poses. ESMA explicitly takes up the recommendations issued previously by the International Organization of Securities Commissions⁽²⁾ (IOSCO) which point out a two-step approach.

The first step of such process should lead to use "baseline analytical tools to identify funds that may pose a risk to financial stability". In accordance with the systemic risk analysis purposes of the Directive set forth above, it may be appropriate or necessary for NCAs to "capture significant leverage-related risks of a fund (or group of funds) to give regulators the tools to assess these risks for financial stability purposes". To that extent, it is understood that targeted AIFs should at least reach a certain sensitivity threshold as regards systemic risk threat. It therefore appears relevant to use proportionality's criteria.

The second step is bound to the related risk-based analysis of AIFs which would be identified within the implementation of the first step. Regulators should then resort to the two aforementioned measures of leverage calculation.

Such two-step assessment process, based on leverage, would aim at largely facilitating regulators' analysis work.

II. Semi-professional investors in the light of the dual approach drawn up by MIFID II⁽³⁾

MIFID II drew up a dual approach regarding investors being either (i) professional investors or (ii) retail investors. A new concept that can be placed between these two was developed from practitioners under the term of "semi-professional investors". It is acknowledged that no such definition currently exists under the AIFMD. Within the context of its review, ESMA points out the fact that different approaches were and are still noticed in EU Member States' regulations with regards to "professional investors", which shall therefore have consequences on the definition of "semi-professional" investors.

To that end, a greater convergence of the definition of "professional investors" is duly expected, by means of clarifications, so as to align the status' treatments of such investors within the EU.

In addition, concerning the introduction of the concept of "semi-professional" investors, it is expressly reminded that "any possible introduction of any new categories of investors under the AIFMD [...] should be accompanied by appropriate investor protection rules".

III. Arisen challenges on delegation and substance

Two relevant matters regarding delegation and substance are addressed in this section: the extent of delegation (A) and the use of seconded staff (B).

A. Extent of delegation

It is recognised that AIFMs usually delegate collective portfolio management functions to third parties while keeping an internal control function within their ranks. Such delegation can be made within or outside the group of AIFMs. We may note that a further increase of delegation to non-EU entities is expected, mainly due to Brexit's impacts.

Some issues are raised by ESMA on delegation and substance, especially on whether authorised AIFMs are the direct employers of the staff attached to such delegated functions or not. Indeed, the majority of human and technical resources are sustained by a third party, i.e. by the delegate. Consequently, a great portion of management fees which are granted to AIFMs is reassigned to delegates.

Although the advantages of such a process are well understood by ESMA, as an easier access to external expertise and efficiency gains, operational and supervisory risks remain significant to the point of wondering whether AIFs can still be managed by the related authorised AIFM.

Following these observations, it can be concluded that there is a need to clarify the scope of delegation in order to "maintain sufficient substance in the EU". According to ESMA, this could include (i) qualitative and quantitative criteria or (ii) a list of core critical functions that should always be performed internally by AIFMs.

B. Use of seconded staff

Practice has notably reflected that staff from professional services firms are often seconded to AIFMs on a temporary basis. Issues on substance and delegation rules under the Directive are also raised here, in particular when seconded staff are not operating in the authorised AIFM's EU Member State or even when the staff are operating outside of the EU. The situation is all the trickier when this staff carry on its work from usual offices outside the EU.

To that end, ESMA calls for further legislative clarifications for the sake of legal certainty.

IV. Expansion of ESMA's register's scope

Currently, the scope of AIFMs and the AIFs they manage which shall be submitted to ESMA's register regarding reporting requirements is quite limited. Actually, ESMA specifies that (i) sub-thresholds AIFMs i.e. AIFMs that manage AIFs whose assets under management do not exceed, as the case may be, EUR 500 Mio or EUR 100 Mio⁽⁴⁾, (ii) AIFMs under the national private placement regime⁽⁵⁾ (NPPR) and (iii) non-EU AIFs managed by a non-EU AIFM with a passport do not fall within the scope of entities that should be referenced in ESMA's register.

However, it is expressly reminded that such entities shall comply with the related reporting requirements.

These shortcomings mostly lead to a reduction of transparency on (i) the status of these entities and (ii) the scope of their marketing activities from a geographical point of view. Furthermore, due diligences are rendered unavailable for marketing participants and financial supervisors are provided with too limited information.

Nonetheless, ESMA recognises that including these entities into its register shall generate additional costs and/or risks, in particular due to the timeliness with which the information is to be provided to NCAs and ESMA, the required modification of IT systems and lastly to the lack of clear identification of the regime under which these entities operate.

As a conclusive statement, some improvements under the regime set up by the Directive would be welcome, essentially with the aim of granting a more secured regulatory framework to EU investors. However, should these recommended amendments be introduced, it should be kept in mind that, unavoidably, it would also likely place an additional burden on AIFMs.

1) Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010.

2) The related IOSCO recommendations, issued in December 2019, are available at:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD645.pdf>

3) Directive 2014/65/EU of the European Parliament and the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

4) Art. 3 (2) of Dir. 2011/61/EU of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers, *op. cit.*, p. 1.

5) Art. 42 of Dir. 2011/61/EU of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers, *op. cit.*, p. 1.

Disruption : l'avenir ne se refuse pas

Par Gilles CUTAYA, Directeur Général Délégué de CPR AM en charge du Développement international, du Marketing et de la Communication

Tout investisseur avisé regarde vers demain. Notre rôle, et même notre responsabilité, est d'accompagner les entreprises capables d'apporter des réponses concrètes aux grands enjeux auxquels nos sociétés sont confrontées. Or pour relever ces défis considérables, chez CPR AM, nous sommes convaincus qu'une tendance ne peut être ignorée : la disruption.

La notion évoque les ruptures franches provoquées par l'émergence de nouveaux services et technologies. Des innovations non linéaires, exponentielles, profondes, qui transforment radicalement un marché et en bousculent d'autres. Les deux dernières décennies ont ainsi été marquées par le bouleversement de nombreux secteurs. L'un des plus éloquentes est sans doute l'irruption d'Amazon, qui a changé en profondeur le commerce mondial. Aujourd'hui, dans de multiples domaines, des solutions disruptives présentent un potentiel considérable – potentiel qu'il faut certes encadrer pour le mettre au service de l'humain et de la planète.

Citons par exemple, dans le secteur des biotechnologies, le nouveau champ des possibles ouvert par les ciseaux génétiques de CRISPR, ayant récemment fait l'objet d'un coup de projecteur grâce aux travaux de la française Emmanuelle Charpentier récompensés par le prix



Nobel de chimie, ou encore par les implants cérébraux d'interfaces neuronales développés par NeuroLink, la société du très fantasque mais néanmoins très sérieux Elon Musk. En ligne de mire : des congruences de technologies aux multiples applications capables de révolutionner des pans entiers de l'économie et de nos sociétés.

En 2020, apporter un soutien actif à ceux qui génèrent ou participent à ce type de disruption n'est pas un choix. C'est une nécessité. D'abord, pour une question de souveraineté économique, afin de proposer une alternative crédible au duopole des géants américains et chinois. Ensuite et surtout parce que les problèmes que nos sociétés doivent relever sont trop immenses, trop urgentes pour des solutions graduelles. Défis environnementaux, démographiques, sa-

nitaires, sociaux, énergétiques : seules des ruptures apporteront des réponses à la hauteur des enjeux.

Le nouveau monde de l'intelligence connectée

À ce sujet, comment ne pas évoquer la 5G ? Nous avons là l'une de ces ruptures disruptives décisives. En démultipliant les débits de connexion, en faisant entrer l'Internet des Objets (IoT) dans une nouvelle ère, cette technologie va accélérer l'innovation en général.

Tous les secteurs vont être impactés par la 5G, d'autant plus que son avènement coïncide avec une autre révolution : l'émergence des puces Edge AI, ces processeurs capables d'exécuter des algorithmes de traitement à base d'intelligence artificielle sans être reliés au Cloud. Parfaitement complémentaires, ces deux technologies donnent la possibilité de mettre de l'intelligence dans l'utilisation des ressources que nous avons à disposition. Il est temps !

Prenons l'un des grands défis de notre époque : l'environnement. Aujourd'hui, les villes sont par exemple incapables d'anticiper les niveaux de pollution. Une alerte est émise quand la pollution a déjà atteint un certain seuil, ce qui provoque des réactions, tel que l'arrêt de la circulation des voitures, aux conséquences néfastes sur l'activité économique.

Une analyse plus intelligente de la pollution permettra aux pouvoirs publics d'anticiper et de proposer des solutions plus adaptées. De même, l'avènement de la Smart City ouvre d'immenses perspectives d'anticipation, de fluidification des flux et de limitation de la pol-

lution de l'air qui, il faut le rappeler, tue 7 millions de personnes dans le monde chaque année.

De nombreux secteurs à la croisée des chemins

La technologie est un allié précieux pour parvenir à opérer une gestion performante des ressources. L'accroissement des besoins conjugué à des réserves qui se raréfient, poussent nombre d'industries à se réinventer. Capables d'augmenter fortement l'efficacité énergétique, les GreenTech sont appelées à jouer un rôle décisif, à l'image de Solar Edge, solution de maximisation de la captation d'énergie devenue leader mondial des onduleurs photovoltaïques, un exemple parmi d'autres de solutions qui font désormais du solaire l'énergie la moins chère au monde.

De même, la digitalisation, la data et la connectivité des moyens de production ont permis des avancées considérables dans le secteur industriel. L'industrie 4.0 est déjà une réalité, synonyme de changements des modes de production, plus frugaux en énergie et vectrice de gains de productivité.

La santé est un autre domaine essentiel dans lequel les solutions disruptives créent d'immenses attentes. Des progrès majeurs ont déjà été réalisés ces dernières années grâce à l'interaction entre la recherche médicale traditionnelle et les hautes technologies. Plus efficaces, plus rapides, les nouveaux procédés et traitements répondent aussi à un impératif de coûts, alors même que les dépenses de santé s'inscrivent dans une trajectoire insoutenable du fait du vieillissement de la population.

Biotech, immunothérapies, Medtech, diagnostics... De nouvelles disciplines se substituent à la médecine et à la recherche traditionnelles. Moins coûteuses, davantage personnalisées, les nouvelles solutions disruptives orientent également la médecine «réparatrice» vers une démarche plus préventive.

Mener à bien ces défis dépendra de notre volontarisme comme de la qualité de nos choix. Au-delà des innovations technologiques, une autre dimension est fondamentale : l'évolution des mentalités et des compétences. Ce qui est en jeu ? La capacité des individus à contribuer et faire réussir ces progrès techniques.

Autrement dit, éducation et disruption sont intimement liées. Alors même que de nouveaux métiers se dessinent et que beaucoup de ceux que nous connaissons sont appelés à disparaître, l'enseignement et la formation doivent impérativement intégrer la nouvelle donne. Un investissement massif dans l'éducation est donc nécessaire. C'est d'ailleurs l'un des choix forts faits par CPR AM : nous sommes convaincus qu'accompagner la réussite de ces solutions disruptives est indispensable, en plus d'être pleinement cohérent avec nos objectifs de performance et de rentabilité.

Gardons en tête que la finance est un puissant levier de transformation du monde. En tant qu'investisseurs, nous avons un pouvoir : celui d'agir avec les entreprises, de les influencer dans leur gestion et dans les produits ou services qu'elles proposent. C'est de cette intelligence collective qu'émergeront les solutions qui permettront à nos sociétés de relever les immenses défis qui se présentent.