

Le fonds dédié, un succès qui ne se dément pas

Par Julien BELLONY, Head of Wealth Planning chez Edmond de Rothschild Luxembourg

Parmi les différents outils que la place luxembourgeoise met à la disposition d'une clientèle privée internationale en recherche de solutions sophistiquées, le fonds dédié rencontre depuis quelques années un succès qui ne se dément pas.

De façon schématique, on peut présenter un fonds d'investissement dédié comme une structure unique au sein de laquelle un ou plusieurs investisseurs faisant partie d'une même famille vont décider de regrouper tout ou partie de leur patrimoine, afin de l'administrer et de le faire fructifier.

Cette structure va permettre une gestion collégiale, flexible et professionnelle d'un patrimoine familial, en prenant en compte les compétences, la volonté et l'intérêt de chacun des investisseurs de s'impliquer ou non dans cette gestion.

Il existe plusieurs raisons pour lesquelles les familles que nous rencontrons structurent leur patrimoine via un fonds dédié, notamment :

- Ce type de projet est souvent issu d'une vision et d'une volonté partagée de faire fructifier un patrimoine familial commun dont la concentration au sein d'un véhicule unique permet de disposer d'une masse d'actifs plus importante pour réaliser certains investissements.

La mutualisation des actifs faisant grandir l'enveloppe commune, les investis-



seurs ont alors accès à de nouvelles opportunités d'investissement permettant d'une part une plus grande diversification des actifs et d'autre part de lisser les risques. Ils ont également plus de poids et de crédibilité dans le cadre de négociations avec des tiers (crédits bancaires, deal de Private Equity, ...) que s'ils avaient investi seuls.

De même le statut d'investisseur institutionnel ouvre la porte à certains types d'investissements réservés et permet de négocier une tarification attractive.

- Par ailleurs, chaque personne ayant une histoire unique, les membres associés peuvent développer un programme d'investissement personnalisé en fonction du patrimoine existant et des centres d'intérêt de chacun. Le recours à un fonds d'investissement permet ainsi d'organiser une véritable diversification des actifs.

Chaque membre d'une famille peut disposer au sein du fonds dédié de son propre compartiment et décider d'investir dans tel ou tel actif en fonction de ses convictions propres.

Les compartiments sont juridiquement étanches, ainsi la performance d'un compartiment n'a aucune incidence sur les autres.

L'organisation via des «pools» permet de séparer les actifs selon leur nature ou leur mode de gestion, par exemple une gestion de portefeuille assurée par différents prestataires afin de pouvoir mesurer de façon précise les performances d'une typologie d'actif ou d'un gérant en particulier.

- Enfin, sur plusieurs générations, un patrimoine a tendance à se déliter au gré des successions ou d'autres événements de la vie. Dans le cadre d'un

fonds dédié créé pour une famille l'intégrité du patrimoine familial est préservée la transmission se faisant sur les parts de la structure et non sur les éléments individuels qui la constituent.

Le patrimoine constitué peut donc être préservé sur plusieurs générations. Cette transmission s'opère de manière apaisée et sans conflit entre les membres de la famille dans des moments qui peuvent être parfois délicats.

Au-delà de ces aspects, le recours à un fonds dédié permet également de mettre en place des règles de gouvernance dont on constate aujourd'hui qu'il s'agit d'un point de première importance.

Ainsi, si la gestion des actifs peut être collégiale et impliquer l'ensemble des investisseurs, elle peut également être déléguée seulement à certains d'entre eux ou encore être confiée à un tiers.

Sur la forme, le fonds dédié s'organise généralement autour de trois scénarios, soit sous la forme d'un véhicule unique dans lequel l'ensemble du patrimoine sera mutualisé, soit sous la forme d'un véhicule regroupant des compartiments dédiés à chaque investisseur ou soit encore sous la forme d'un véhicule avec une partie réservée aux membres «fondateurs» du fonds et une partie ouverte à des investisseurs extérieurs.

Le Luxembourg s'impose naturellement comme une place de choix pour y établir son Fonds d'investissement. Quelle que soit la structure exacte du fonds, celui-ci s'inscrit alors dans un cadre réglementaire stable et sécurisé qui protège les actifs des investisseurs et il sera ainsi soumis à un ensemble de

contrôles effectués à la fois par le prestataire en charge de la gestion du fonds mais aussi par plusieurs organismes indépendants.

Un fonds d'investissement fait intervenir différents acteurs permettant de bénéficier d'une approche professionnelle de la gestion d'un patrimoine privé de façon à assurer un contrôle et une sécurité optimale pour l'ensemble des membres de la famille.

La banque dépositaire assure la conservation des actifs et la conformité de l'utilisation des fonds par rapport au prospectus. L'administration centrale fournit la VNI du fonds, et le cas échéant un reporting détaillé permettant de faire des comparatifs entre classe d'actifs ou un suivi des performances des gestionnaires.

Enfin, l'auditeur est l'autorité de contrôle indépendante garant de la régularité de l'ensemble des opérations.

Les Fonds d'investissement sont soumis à la supervision de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), une autorité indépendante apportant une sécurité supplémentaire aux investisseurs.

Le succès grandissant de ce type de structure démontre un réel intérêt des grandes familles de pouvoir disposer d'un outil pouvant être adapté sur mesure à leurs besoins, et la place de Luxembourg est en mesure de mettre à disposition ce type de véhicule en s'appuyant sur une expertise dans le domaine des fonds qui n'est plus à démontrer et ce dans un environnement politique et économique d'une grande stabilité.

What is really a sustainable investment under SFDR?

By Cédric DANOIS, Managing Associate and Sami AYADI, Junior Associate, Linklaters LLP

The sustainable finance disclosure regulation (SFDR) came into force in March 2021 and put in place a set of sustainability-related disclosure obligations for fund managers in their capacity as financial market participant under SFDR (FMPs). At "firm" (as "entity") level, the SFDR provides for disclosures covering the sustainability practices and considerations that the firm as a whole has adopted. At "product" level, the SFDR provides for disclosures ensuring that investors receive consistent fund-related sustainability information, in particular in relation to products that promote environmental or social characteristics (article 8 funds) or have as their objective sustainable investments (article 9 funds).

"Sustainable Investment" is an important term in the SFDR as it triggers specific disclosures and obligations but since its introduction in 2021, it has never been clearly defined how this concept should be interpreted. Now, two years after its implementation the European Commission (the "EU Commission") finally clarified what is a sustainable investment under SFDR.

Background

On 14 April 2023, the European Commission published a series of answers on the interpretation of the SFDR, including the definition of sustainable investment (the "EU Q&A"). Even if this term is important under SFDR, it has never been defined how the financial market should interpret it.

This uncertainty around that definition had huge impact on the market last year. Indeed, by far the most significant impact in the second half of 2022, responsible for the overall decline in the net assets of Article 9 funds, were fund reclassifications from Article 9 to Article 8,



the so-called "downgrades". The main reason behind these "downgrades" was the fund industry's reaction to interpretative guidance issued by ESMA in July 2021 and May 2022. According to a report issued by Morning Star, these ESMA guidelines combined with the lack of an EU definition of "sustainable investments" led the fund industry to reconsider the classification of a substantial number of Article 9 funds.

The EU Q&A now aims to address this issue by providing guidance on the interpretation of the sustainable investment concept.

Flexibility to determine a "contribution" to environmental or social objective

By way of recap, under the SFDR, a "sustainable investment" is one that (i) make a positive environmental or social contribution; (ii) does not significant harm to other environmental / social objectives (the so-called "DNSH" test); and (iii) demonstrates good governance.

The ESAs asked the EU Commission whether sustainable activities (i.e. activities that are sustainable by their nature (e.g. renewable energy)) sustainable behaviours (i.e. activities that are not sus-



tainable in themselves, but are conducted by investee companies in a sustainable manner (e.g. manufacturing a product in a more sustainable manner than peers) and transitioning activities / companies) would meet the definition of the positive environmental / social contribution limb of the test.

In the absence of specific guidance, the concern of the market was that the EU Commission would potentially restrict this limb of the test, which would have then resulted in the fund industry having to continue to reclassify investments and Article 9/8+ (i.e. defined by the promotion of environmental and/or social characteristics with a minimum commitment to making sustainable investments) funds under SFDR.

Helpfully, the EU Commission have taken a flexible approach and has acknowledged that the SFDR "does not set out minimum requirements that qualify concepts such as contribution, do no significant harm or good governance [...]". Financial market participants must carry out their own assessment for each investment and disclose their underlying assumptions".

This answer will certainly be a relief for the Fund industry, and it echoes one of the previous EU Commission answers provided in the Q&A dated 17 November

2022 where the EU Commission states that "it is possible for financial market participants to create their own framework for their financial products as long as they adhere to the letter of Article 2(17) SFDR".

However, with great flexibility comes great responsibility. Indeed, the EU Commission considered that "this policy choice gives financial market participants an increased responsibility towards the investment community and means that they should exercise caution when measuring the key parameters of a "sustainable investment". In other words, it means that the EU Commission and European regulators will closely monitor whether FMPs are disclosing their policies and methodologies in "an accessible way that is clear, succinct, fair and not misleading" as indicated by the ESMA Supervisory Briefing on sustainability risks and disclosures in the area of investment management published in May 2022.

No prescriptive minimum methodologies for classifying a sustainable investment

As Article 9 funds must have 100% sustainable investments (subject to certain exceptions), one of the other key questions of the fund industry was whether a revenue/economic activity-based test (similar to the EU Taxonomy-style "value-weighting" approach) should be applied to measure sustainable investments within a portfolio (rather than a company or investment level test).

This was a significant question for Article 9 funds as a revenue/economic activity approach would have meant that such financial products are potentially unable to reach the 100% sustainable investment target and would have had to realign their SFDR classification.

Helpfully the EU Commission emphasises that the SFDR "does not prescribe any specific approach to determine the contribution of an investment to environmental or social objectives". Hence, a company itself can be a sustainable investment without needing to limit this to the level of specific economic activities which is also good news for the market.

The EU Commission also explains that FMPs "must disclose the methodology they have applied to carry out their assessment of sustainable investments, including how they determine the contribution to environmental or social objectives".

The EU Commission finally explains that the SFDR does not limit sustainable investments to funding instruments which specify the use of proceeds. Hence, the general equity or debt of investee companies could possibly qualify as sustainable investments, as could index positions which track a Climate Transition Benchmark (CTB) or a Paris-aligned Benchmark (PAB).

Transition Plans alone may not be sufficient to qualify as sustainable investment

The EU Commission confirms that a sustainable investment must meet the DNSH test at the point of investment and that therefore "referring to a transition plan aiming to achieve that the whole investment does not significantly harm any environmental and social objectives in the future could for instance not be considered sufficient".

Hence, a transition plan does not, by itself, meet the DNSH requirement but if FMPs can demonstrate that transitioning assets meet DNSH and good governance test today (rather than in future) this would suggest that transitioning assets can also qualify as sustainable investments.

Conclusion

By this EU Q&A, the EU Commission emphasising the nature of SFDR as a disclosure regime. The fund industry will certainly be relieved by the flexible approach taken by the EU Commission as FMPs can retain subjective discretion to apply their own assessment methods and qualifications for what is a sustainable investment.

However, the EU Commission and the EU regulators will keep a close eye on what FMPs are disclosing as they remain, without any doubt, committed to combat greenwashing.