

Transfer Pricing for debt funds:

Navigating a changing and complex environment

By Dinko DINEV, Partner and Ismail CANDAN, Manager, Transfer Pricing, Deloitte

In time of tumultuous financial environment, the debt investment and credit lending funds have proven to be robust players, strategically expanding amidst crises. The evolution in the economic and regulatory landscape (e.g., ATAD II) and also the recent Transfer Pricing (TP) court cases, have raised the stakes in the tax compliance process of these players. The role of TP has become crucial when it comes to substantiating the tax position of a taxpayers

The accumulation of the regulatory rules, alongside the usage of complex intra-group debt instruments in the implementation of investment structures, are putting paramount importance to the TP analysis and documentation prepared. The TP documentation is essential to support the tax filing position of the taxpayers and the economic rationale of the debt investment structure. Thus, in complex and constraining environments, the documentation for TP covering these structures should be more detailed and comprehensive.

TP practices for debt and credit investment funds

Previously, a common market practice was to consider Luxembourg investment vehicles as performing limited functions and taking limited risk for their investment activity. These profiles may be associated with more tax risk in the current local/international tax and TP landscape. In fact, important emphases are put on the organizational substance alongside the requirement of a robust economic analysis (mainly driven by the Chapter X of the OECD TP Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administration ("OECD TP Guidelines")).

In contrast, the "risk-taker" or "genuine investor" profile which has now become the dominant market practice in Luxembourg, harmonizes seamlessly with the evolved environment. To qualify as a risk-taker for TP purposes, a Luxembourg investment company should (i) effectively control the investment risk associated with the underlying debt portfolio; (ii) have the financial capacity to assume the investment risk; and (iii) be appropriately compensated for the risk taken, with all its related party arrangements being priced at arm's length.

The following section will delve into the requirements and implication of the risk-taker model.



A closer look to the risk-taker model

Functions performed:

The Luxembourg investment entity should actively control the risks associated with its investments, going beyond passive holding. Although this entity is not required to perform the day-to-day portfolio management, the function where an investor hires a fund manager to perform daily portfolio management is addressed in paragraph 1.70 of the OECD TP Guidelines. The OECD clarifies that, in such situations, the investor retains control over the investment risk through deciding at least the following: (i) the risk preference strategy; (ii) the extent of authority granted to the fund manager; (iii) keeping or cancelling the fund manager's mandate; and (iv) the invested amounts.

Financial capacity:

Maintaining an appropriate level of equity matching the risk profile of its investments is a fundamental aspect of the risk-taker approach. This equity at risk can be determined via the Expected Credit Loss (ECL), that aims to provide a probability-weighted estimate of credit losses (i.e., a borrower's/debt instrument's default) over the expected life of a financial instrument. The ECL is a commonly used method in the context of the intragroup financing activities covered by the Group Financing Circular in Luxembourg (the Circular), and the Luxembourg Tax Authorities (LTA) are familiar with it.

Each investment fund has a particular strategy when it comes to its risk appetite, investment horizon or currency to name a few. Therefore, the specific features of the underlying portfolio should be carefully considered when estimating the ECL, to have a technically robust and defensible TP position.

Arm's length compensation:

The Luxembourg investment vehicle should be adequately remunerated once its functions are determined, and the risk quantified. As a risk-taker, the Luxembourg vehicle should be compensated for its equity put at risk, as would be a third-party investment company. Different economic models exist to determine the required rate of return (dependent on the underlying portfolio's risk) that translates into a financing margin representing certain basis points over the investment volume. Similar to the ECL, these methods are consistent with the approaches followed for intragroup financing context.

The adequate analysis and documentation of the Luxembourg entity's debt investment activity is gaining even more importance with the implementation of complex debt instruments financing these structures. The following section will present some key considerations when employing such instruments.

Careful attention to complex debt instruments

The debt investment industry is experiencing enhanced complexity due to the choice of instruments used by the taxpayers to finance their Luxembourg investment vehicle. A wide range of non-vanilla instruments have come to light, such as tracking instruments, convertible instruments and various hedging arrangements. Each of these instruments brings their specific complication and are receiving heightened attention from the LTA to verify their compliance with the arm's length principle.

With the recent court cases and the ongoing TP audits, TP analyses play a critical role. These studies must not only provide an appropriate pricing of these instruments but also the rationale of implementing such complex instruments instead of simple Interest-Bearing Loans (IBL). Beyond the technicalities of calculating interest rates or value of options, providing a coherent narrative explaining the reasons behind using these instruments has become paramount. Striking a balance between technical precision and comprehensive explanations is crucial. More complex models may invite further questions, making it imperative for entities to navigate these complexities with transparency and a clear rationale for their pricing structures.

An additional consideration that is highlighted by the recent court cases is the importance for taxpayers to prepare in advance (i.e., at the implementation of their structure) such analysis to have the appropriate support file in case of questions from the LTA. Where all these regulatory constraints, sophisticated

operating models and instruments can be perceived as a burden, the last section will present an approach to ease the hurdle in implementing a comprehensive and robust TP analysis.

TP policies, a simpler and comprehensive approach

As taxpayers grapple with the challenge of an offset between ease of implementation and technical robustness, TP Policies can offer a balanced answer. In case the fund is having a dynamic investment approach with a quick expansion of their portfolios or number of investment platforms (SPVs), the TP Policy approach, designed to capture the currently envisaged and future/expected investments, that follow a certain pattern in terms of risk profiles, investment strategies, funding instruments/flows, countries, and industries, can show significant efficiency.

The TP Policy approach can be seen as a tailored, forward-looking analysis and documentation based on the overall investment strategies envisaged by the fund(s) for the existing and future investments compared to a deal-by-deal or transaction-per-transaction analysis, that would have required a specific analysis and full-fledged TP reports for each specific transaction/SPVs/Funds.

The Policy approach should be considered as a spectrum, where the level of technical granularity of the economic analysis (i.e., the ECL and CAPM) and its documentation can be easily adapted to the specific needs of the taxpayer to meet the perfect balance between efficiency in terms of cost and ease of implementation on one hand, without jeopardizing the level of technical robustness on the other hands.

A periodic review should be performed to ensure that the risk profile determined in the TP Policy reflects the actual investment performed by the Luxembourg investment vehicle and update the TP analysis for the upcoming financial years.

Conclusion

In the face of an increasingly complex regulatory environment, the intricate nature of the debt investment sector, and the ongoing economic uncertainties, achieving efficient TP coverage is not only feasible but crucial. The key lies in carefully considering the unique aspects of each structure, while developing a solid narrative and pricing backing up the taxpayer's position. By acknowledging the evolving role of Luxembourg investment entities, addressing the challenges posed by complex instruments with diligence, and adopting simplified yet comprehensive TP analysis, debt funds can not only ensure compliance, but also ensure a robust tax filing position for the taxpayers. As the sector continues to evolve, a proactive and adaptable approach to TP practices is paramount for sustained success.

Perspectives 2024 sur les marchés des capitaux

Par Jan VIEBIG, Chief Investment Officer, ODDO BHF SE

Le choc de l'offre qui a porté la hausse des prix est en train de s'estomper. Bien que les taux d'inflation soient sur le recul, il est encore un peu tôt pour lever l'alerte du côté des prix. Quand viendra l'heure de la baisse des taux directeurs, tant attendue par les acteurs des marchés ? Cela dépendra surtout de l'évolution à venir de la situation économique. À l'heure actuelle, les indicateurs de conjoncture ne sont pas particulièrement encourageants.

Les secteurs de l'industrie manufacturière et de la construction, notamment, traversent une période de fragilité et le secteur des services a clairement perdu de son dynamisme. En revanche, la situation reste favorable sur le marché de l'emploi et le chômage demeure modéré. En outre, la santé financière des entreprises et des ménages est, de manière générale, robuste, malgré la hausse des dépenses d'intérêts. Nous ne prévoyons donc pas de récession sévère, mais les perspectives de croissance macroéconomique pour l'année 2024 nous semblent modérées.

Comme c'était déjà le cas en 2023, l'économie devrait être légèrement plus performante aux États-Unis que dans la zone euro. Dans ses nouvelles prévisions publiées fin novembre, l'OCDE prévoit désormais un ralentissement de la croissance à environ 1,5% aux États-Unis et une légère reprise à 0,9%



dans la zone euro. Si ces estimations venaient à se confirmer, les banques centrales devraient avoir dans le courant de l'année la marge de manœuvre suffisante pour amorcer les premières baisses de taux directeurs, tant en Europe qu'aux États-Unis. Les acteurs du marché, qui passent volontiers d'un extrême à l'autre, prévoient actuellement des baisses de taux de 1,25 points aux États-Unis et 1,5 points en Europe pour l'année prochaine.

Ce pronostic nous semble un peu trop agressif, compte tenu des taux d'inflation de base encore assez élevés : 4,0% aux États-Unis (oct. 2023), 3,6% dans la zone euro (nov. 2023); et des coûts du travail en nette augmentation : 4,3% aux États-Unis (T3 2023), 4,6% dans l'UEM (T2 2023). La politique monétaire devrait tout de même changer de cap.

Malgré les baisses récentes, les rendements obligataires continuent d'évoluer à des niveaux que l'on n'avait pas observé depuis de nombreuses années en Europe et aux États-Unis. Nous sommes convaincus qu'investir à long terme sur ce segment, c'est s'assurer un rendement intéressant. De ce fait nous penchons pour les obligations à plus longue échéance, ou, selon le contexte du portefeuille, pour celles ayant une durée légèrement supérieure à la moyenne.

Les baisses des taux directeurs devraient en outre offrir des opportunités en termes de plus-value. La remontée des rendements signifie également que les portefeuilles diversifiés au profil équilibré doivent susciter un intérêt accru. L'époque des rendements nuls ou négatifs est révolue. En raison de la récente hausse des

taux, nous recommandons à investir davantage dans les obligations à plus long terme. L'évolution du paysage des rendements devrait contribuer à redonner à ces dernières un rôle plus important dans la stratégie de portefeuille des investisseurs à l'avenir, d'autant plus que la corrélation entre actions et obligations devrait se normaliser. Nous pensons que la corrélation entre actions et obligations, laquelle a fortement augmenté en raison du choc de l'offre, diminuera à nouveau. L'effet de diversification lié à l'introduction d'obligations dans les portefeuilles mixtes, à savoir la réduction du risque, sera donc de nouveau plus important. 2024 pourrait ainsi s'avérer une année fructueuse pour les solutions de gestion diversifiées.

Début novembre, nous avons relevé notre positionnement sur le marché des actions de légèrement sous-pesé à neutre : nous avons donc augmenté la proportion des actions. C'était la bonne décision, comme l'ont montré les fortes hausses de cours du mois de novembre. Ce positionnement neutre correspond à notre perception selon laquelle les risques et les opportunités sont actuellement relativement équilibrés sur les marchés des actions.

D'une part, les perspectives de croissance restent modérées. Par ailleurs, le durcissement des conditions de financement pèse sur les entreprises, et l'affaiblissement de la demande empêche de répercuter aisément sur les prix la hausse des taux d'intérêt et celle des coûts du travail. On pourrait donc assister à un accroissement de la pression sur les marges. D'autre part, les marchés des actions devraient profiter de la fin des hausses et d'une probable baisse des taux d'intérêt au cours de l'année à venir. En outre, les analystes estiment que la croissance des bénéfices (par action) s'accélérera l'année prochaine.

Enfin, les valorisations ne sont globalement pas très élevées. Par exemple, les ratios cours/bénéfices pour

les indices S&P 500 et Euro STOXX, sont actuellement proches de leurs moyennes à long terme et sont tout à fait attractifs dans certains secteurs du marché. Il conviendra toutefois de rester sélectif dans le choix des actions l'année prochaine. Il vaudra mieux par exemple éviter les valeurs cycliques, particulièrement vulnérables aux risques conjoncturels, et se concentrer sur les titres défensifs ainsi que, selon nous, sur les actions de qualité et les valeurs de croissance. Nous privilégions pour notre part les entreprises qui présentent, entre autres, une grande efficacité du capital et un endettement modéré, et qui participent aux tendances de croissance à long terme. Nous pensons notamment au secteur technologique, en particulier dans le domaine de l'intelligence artificielle, mais aussi au secteur de la santé, qui bénéficie de facteurs démographiques, ou encore au secteur du luxe, porté par la hausse des revenus dans les pays émergents.

Outre les incertitudes liées à l'évolution de la conjoncture économique, certains éléments exogènes sont également à prendre en considération pour l'année 2024. La guerre en Ukraine et les affrontements à Gaza restent des facteurs de risque centraux. Les élections taiwanaises de janvier 2024 à pourraient raviver les tensions entre la Chine et Taiwan. Une année électorale passionnante nous attend aussi probablement aux États-Unis. Tout porte à croire que, côté démocrate, c'est le président sortant, Joe Biden, qui se présentera pour un nouveau mandat.

Côté républicain, les sondages donnent actuellement une large avance à Donald Trump, qui doit toutefois encore répondre de plusieurs procès. Son élection en novembre 2024 pourrait entraîner une nouvelle polarisation aux États-Unis et la fin du soutien américain à l'Ukraine. La réponse adaptée aux risques géopolitiques croissants qui détermineront la volatilité des marchés en 2024 serait un approfondissement de l'intégration européenne.