

AIFMD2

Octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs

12 décembre 2024



AIFMD2

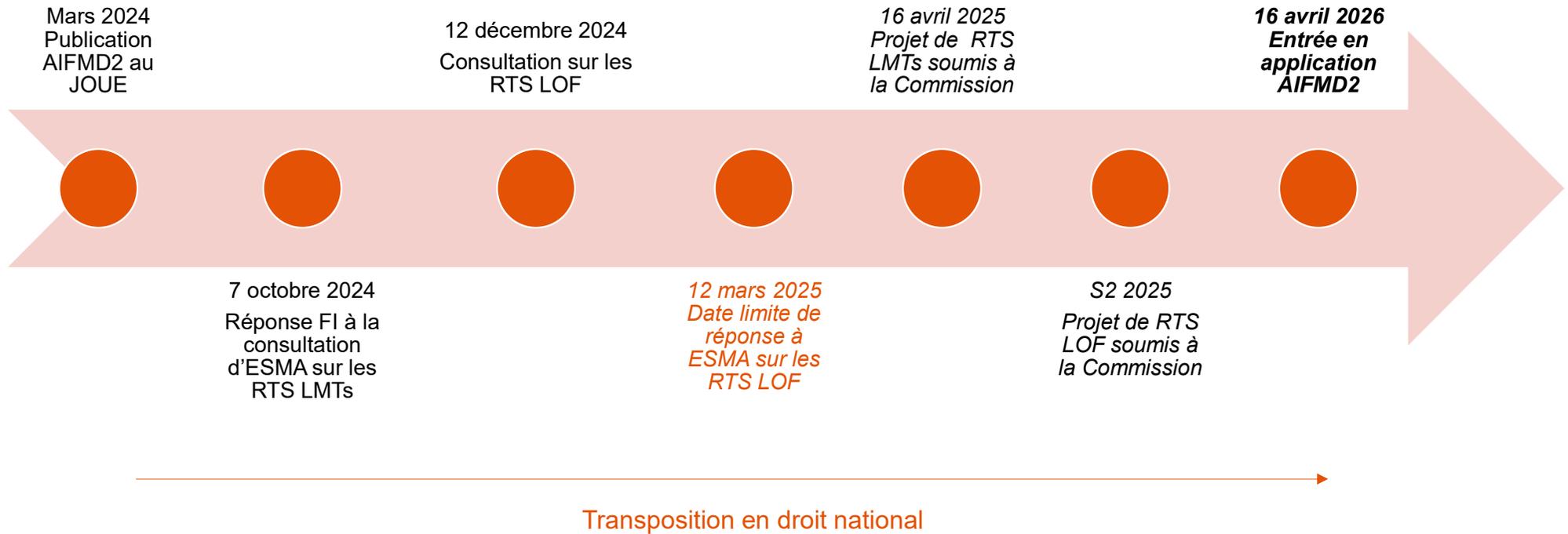
(règles de niveau 1)



Calendrier

- Révision de la directive AIFM en ce qui concerne notamment **l'octroi de prêts** par les fonds d'investissement alternatifs
 - ⇒ Les États membres peuvent autoriser les AIFM à exercer des activités de gestion de crédit
 - ⇒ **Les règles applicables aux gestionnaires gérant des FIA qui octroient des prêts sont désormais harmonisées au niveau européen** (moins exigeant que le cadre français actuel)
- Publication au JOUE en mars 2024 ; AIFMD2 sera transposée en droit national avant d'entrer en application le **16 avril 2026**
 - ⇒ Les États membres peuvent établir des cadres nationaux de produits qui définissent certaines catégories de FIA avec **des règles plus restrictives**
 - ⇒ Les États membres peuvent interdire l'octroi de prêts ou la gestion de crédits aux **consommateurs** sur leur territoire
 - ⇒ **Les fonds qui prêtent seront l'un des grands enjeux de la transposition en droit français**
- ESMA doit proposer des **mesures de niveau 2 sur la liquidité des fonds octroyant des prêts de type ouvert**
 - ⇒ ESMA a déjà publié des projets de RTS et guidelines sur les outils de gestion de la liquidité
 - ⇒ **Consultation sur un projet de RTS publiée le 12 décembre 2024**

Calendrier



Nouvelles définitions introduites dans AIFMD2

- “**octroi de prêts**” ou “**octroyant un prêt**”, le fait d’accorder un prêt :
 - i) directement, par un FIA en tant que prêteur initial; ou
 - ii) indirectement, par l’intermédiaire d’un tiers ou d’une entité à vocation particulière qui octroie le prêt pour un FIA ou pour le compte de celui-ci, ou pour un gestionnaire ou pour le compte de celui-ci pour ce qui concerne le FIA, lorsque le gestionnaire ou le FIA participe à la structuration du prêt, ou à la définition ou à l’accord préalable de ses caractéristiques, avant d’être exposé au prêt;
- “**prêt d’actionnaire**”, un prêt accordé par un FIA à une entreprise dont il détient, directement ou indirectement, un minimum de 5 % du capital ou des droits de vote et ne pouvant être cédé à des tiers indépendamment des instruments de fonds propres que le FIA détient dans ladite entreprise;
- “**FIA octroyant des prêts**” (« loan originating fund » ou « LOF »), un FIA :
 - i) dont la stratégie d’investissement consiste principalement à octroyer des prêts; ou
 - ii) dont les prêts octroyés ont une valeur notionnelle représentant au moins 50 % de sa valeur nette d’inventaire

=> Les AIFM qui gèrent des FIA exerçant l’activité d’octroi de prêts doivent respecter certaines obligations

=> Les AIFM qui gèrent des FIA octroyant des prêts (LOF) doivent se conformer à des exigences supplémentaires (notamment levier + type fermé)

Principales obligations d'AIFMD2 applicables à l'activité d'octroi de prêts

- Concernant l'activité d'octroi de prêts des FIA qu'ils gèrent, les gestionnaires doivent :
 - disposer de **politiques, procédures et processus** efficaces + mettre en œuvre des politiques, des procédures et des processus efficaces pour évaluer le risque de crédit et l'administration et la gestion de leur portefeuille de prêts et les réexaminer au moins une fois par an
 - Exemption pour l'octroi de **prêts d'actionnaires** lorsque la valeur notionnelle de ces prêts ne dépasse pas au total 150 % du capital du FIA
 - **diversifier** le risque et maintenir l'exposition des FIA en dessous de limites spécifiques
 - veiller à ce que **les FIA n'octroient pas de prêts à certaines entités**, notamment : le gestionnaire, son personnel, le dépositaire du FIA, le délégataire du gestionnaire, les entités appartenant au même groupe
 - veiller à ce que le **produit des prêts** est attribué au FIA dans son intégralité
 - communiquer certaines **informations** aux investisseurs
 - exclure toute stratégie d' « **octroi pour cession** »
 - respecter une obligation de **rétenion** (sauf dérogation)
- AIFMD2 inclut des **dispositions transitoires** pour les AIFM qui gèrent des FIA qui octroient des prêts qui ont été constitués avant le 15 avril 2024.

Obligations d'AIFMD2 supplémentaires applicables aux FIA octroyant des prêts (LOF)

- Pour les FIA octroyant des prêts (LOF) qu'ils gèrent, les gestionnaires doivent de surcroit veiller à ce que ces fonds respectent une **limite de levier** (variable selon qu'ils sont de type ouvert ou fermé)
 - Les autorités compétentes de l'État membre d'origine peuvent imposer des limites de levier plus strictes.
 - Exemption pour l'octroi de prêts d'actionnaires lorsque la valeur notionnelle de ces prêts ne dépasse pas au total 150 % du capital du FIA
- Les LOF sont de **type fermé**, sauf dérogation
- Les Etats membres peuvent interdire les LOF d'octroyer des prêts ou de gérer des crédits à des consommateurs sur leur territoire

Les FIA octroyant des prêts (LOF) sont de type fermé, sauf dérogation

- **L'AIFM doit démontrer que le système de gestion de la liquidité est compatible** avec sa stratégie d'investissement et sa politique de remboursement
- L'AIFM doit :
 - choisir **au moins 2 outils de gestion de la liquidité** (sauf MMF => 1 seul outil) et
 - et mettre en œuvre des **politiques et procédures** pour leur activation et désactivation
- **ESMA doit élaborer des projets de normes techniques de réglementation (RTS)** pour déterminer les exigences auxquelles un FIA octroyant des prêts doit satisfaire pour maintenir une structure de type ouvert.
- Ces exigences comprennent :
 - un système solide de gestion de la liquidité,
 - la disponibilité d'actifs liquides et des simulations de crise,
 - une politique de remboursement appropriée compte tenu du profil de liquidité des FIA octroyant des prêts.
- Ces exigences tiennent également dûment compte :
 - des expositions aux prêts sous-jacents,
 - du délai moyen de remboursement des prêts
 - de la segmentation et de la composition générales des portefeuilles des FIA octroyant des prêts



Consultation d'ESMA sur son
projet de RTS (règles de
niveau 2) sur les FIA
octroyant des prêts



Contexte

ESMA a réalisé une analyse des conditions concernant la gestion de la liquidité que tous les FIA ouverts doivent remplir actuellement (Règlement délégué 231/2013) afin d'identifier les sujets à couvrir pour les LOF ouverts.

- ⇒ ESMA ne relève aucune lacune concernant les exigences de la directive AIFM sur la gestion de la liquidité.
- ⇒ Les RTS fourniront un cadre harmonisé adapté aux spécificités des FIA ouverts octroyant des prêts en fixant des paramètres/éléments à prendre en compte lors de l'application des mesures de niveau 2

ESMA considère la possibilité de constituer un fonds ouvert comme une **dérogation** à la règle qu'il doit être fermé

- ⇒ **Ce n'est pas parce qu'un AIFM est conforme aux RTS qu'il peut automatiquement constituer un fonds ouvert octroyant des prêts.**
- ⇒ L'AIFM doit être capable de démontrer à ses autorités compétentes que :
 - ⇒ Sa gestion de la liquidité est compatible avec sa stratégie d'investissement et sa politique de rachat ; et
 - ⇒ Les éléments clés du fonds lui permettent de rester suffisamment liquide pour honorer les demandes de rachat.

Solidité du système de gestion de la liquidité

ESMA propose les **critères** à prendre en compte pour :

- Définir une **politique de rachat** appropriée
- Déterminer le montant approprié d'**actifs liquides**
- Les **stress tests** de liquidité
- Le **suivi** du système de gestion de la liquidité

Q1 : Y a-t-il d'autres éléments que l'AIFM devrait prendre en compte pour démontrer la solidité du système de gestion de la liquidité des « fonds ouverts octroyant des prêts » qu'il gère?

Pour mémoire, réponse FI à la consultation d'ESMA sur les RTS AIFMD2 :

- *We would like to highlight the binary nature of the current definitions for open-ended and closed-ended funds, which fail to account for the concept of "semi-open" or "semi-closed" funds. For example, some funds, like UCITS, are highly liquid and allow investors to exit at any time, while, on the other hand, others are fully closed-ended, offering no exit opportunities at all until the fund's end of life. However, some other funds are essentially closed-ended even though they provide limited liquidity opportunities initially agreed upon with investors. These funds should not be subject to the same liquidity requirements as UCITS. Therefore, it is important to differentiate between fully liquid funds and those offering limited exit opportunities, which should have greater flexibility regarding the tools used to manage liquidity risk.*
- *LMTs should be selected and designed depending in particular on the asset class, the investment strategy of the fund and the type of its investors, professional or not. For instance, protection issues are different for professional investors, which may contractually agree to specific liquidity arrangements when they invest in a fund*

Politique de rachat appropriée

L'AIFM doit prendre en compte notamment :

- La **fréquence de rachat** offerte aux investisseurs
- Les **investisseurs cibles** du fonds
- La durée du **préavis**
- Le montant des **actifs liquides** du fonds

Q2 : Etes-vous d'accord avec ces critères?

Pour mémoire, réponse FI à la consultation d'ESMA sur les RTS ELTIF2 :

- *Asset, liability and redemption policies should be considered in a holistic manner and not independently from each other. A sound and reliable liquidity risk management relies on the correct articulation of these aspects along with the liquidity profile of the fund. It is the articulation of all these different elements that matters and allow the manager to demonstrate to the competent authority that the redemption policy and the liquidity management tools are appropriate.*
- *the redemption policy and liquidity management tools should be flexible as different funds will have different approaches in terms of management liquidity and will have different asset classes which mean different tools will be used.*
- *In our opinion, it should be the responsibility of the AIFM to determine the minimum holding period, the notice period (if any + possible exemptions) and the redemption frequency on a case-by-case basis.*

Q3 : Y a-t-il d'autres facteurs à prendre en compte? Lesquels? Pourquoi?

Pour mémoire, réponse FI à la consultation d'ESMA sur les RTS ELTIF2 :

- *When liquidity is 100% ensured by intermediaries, this should be taken into account in the overall assessment of the liquidity profile of the fund.*

Montant approprié d'actifs liquides

L'AIFM doit déterminer un **montant cible d'actifs liquides** en prenant en compte par exemple :

- Cash flows attendus générés par les prêts
- Politique de rachat
- Maturité et nombre des prêts octroyés
- Défaillances et reprogrammations estimées
- Longueur du préavis
- Comportement attendu des investisseurs cibles
- Concentration des investisseurs

En outre, l'AIFM doit déterminer le **type d'actifs** qu'il considère comme liquide.

- ⇒ Les RTS ne peuvent pas spécifier les actifs qui peuvent être considérés ex ante comme liquides
- ⇒ Les AIFM doivent adopter une **approche prudente** et considérer comme liquides les **cash flows attendus générés par les prêts octroyés**

De plus, l'AIFM peut considérer comme liquides les investissements qui **peuvent être convertis en cash pendant le préavis** sans changer significativement de valeur.

Montant approprié d'actifs liquides

Q4 : Etes-vous d'accord que l'AIFM doit déterminer un montant approprié d'actifs liquides?

Q5 : Etes-vous d'accord avec la liste des facteurs à prendre en compte pour établir ce montant?

Q6 : Etes-vous d'accord que les cash flows attendus générés par les prêts octroyés doivent être considérés comme liquides?

Q7: Etes-vous d'accord que l'AIFM peut considérer d'autres actifs comme liquides s'il peut démontrer que ces actifs peuvent être liquidés pendant le préavis, sans diluer leur valeur de manière significative?

Q8 : Y a-t-il d'autres actifs qui devraient être considérés comme liquides / non liquides?

Q9 : Comment les AIFM déterminent-ils en pratique le niveau d'actifs liquides pour honorer les demandes de rachats? En particulier, comment calibrent-ils le montant d'actifs liquides au regard de la maturité et le nombre des prêts octroyés?

Q10 : Doit-il y avoir un montant réglementaire minimum d'actifs liquides? Lequel? Doit-il ou non être identique pour tous les fonds ouverts octroyant des prêts?

Stress tests de liquidité

Article 48 du Règlement délégué + guidelines ESMA sur les stress tests de liquidité pour les actifs moins liquides s'appliquent :

- ⇒ L'AIFM doit avoir une **bonne compréhension des risques** de liquidité provenant des actifs et du passif et du profil de liquidité du fonds pour employer des stress tests appropriés
- ⇒ Il doit utiliser un **stress test de liquidité ciblé et spécifique**, qui met en lumière les principaux facteurs de risque de liquidité et qui utilise un éventail assez large de scénarios
- ⇒ Les AIF réalisent des tests **au moins tous les trimestres**, sauf si justifié par les caractéristiques des prêts
- ⇒ L'actif et le passif doivent être testés **séparément puis de manière combinée**
- ⇒ Les scénarios doivent être **conservateurs** ; l'AIFM prend en compte un éventail de scénarios potentiels incluant ceux avec une faible probabilité mais un fort impact sur sa capacité à valoriser les prêts

Q11 : Etes-vous d'accord avec ces propositions?

Q12 : Quels autres paramètres, le cas échéant, les AIFM devraient-ils prendre en compte lorsqu'ils réalisent des stress tests de liquidité?

Q13 : Quels critères pourraient justifier une fréquence des tests autre que trimestrielle (plus ou moins élevée)?

Suivi du système de gestion de la liquidité

L'AIFM doit mettre en place les arrangements nécessaires pour **évaluer et suivre l'évolution et le comportement** des éléments clés des fonds qu'il gère. Il doit être en mesure d'évaluer si le système de gestion de la liquidité reste **compatible** avec la stratégie d'investissement du fonds et sa politique de rachat. En particulier, il doit suivre **l'évolution et la performance des prêts** octroyés.

Q14 : Etes-vous d'accord avec ces propositions sur le suivi continu?

Q15 : Quels sont les paramètres à suivre pour assurer que le fonds a un niveau suffisant d'actifs liquides pour honorer les demandes de rachat?

Q16 : Comment les AIFM gèrent-ils la liquidité des prêts émis par le fonds?

Questions subsidiaires (ne concernant pas les RTS)

Q17 : Pouvez-vous indiquer:

- a) La taille de vos fonds ouverts octroyant des prêts que vous gérez (plus petite taille + taille moyenne)
- b) Le nombre de prêts octroyés par ces fonds (plus petit nombre + nombre moyen)
- c) La stratégie mise en œuvre (direct lending, mezzanine, distressed debt, venture debt, diversification...)
- d) La politique du fonds concernant la gestion des non performing loans
- e) La fréquence de rachat la plus courte, la plus longue et moyenne et le cas échéant la période de préavis
- f) Parmi les prêts octroyés:
 - La part des prêts d'actionnaires
 - La part des non performing loans
 - La part des fonds dont la maturité a été allongée

Q18 : Avez-vous déjà vendu des prêts pour honorer des demandes de rachat? Quelles sont les caractéristiques du marché secondaire que vous avez utilisé?

Q19 : Quels sont les types de fonds que vous émettez, à quelle fréquence les valorisez-vous et quel est leur niveau de liquidité?

Questions subsidiaires (ne concernant pas les RTS)

Q20 : Quels outils de gestion de la liquidité utilisez-vous (parmi ceux de l'annexe V de la directive AIFMD2 + hors de cette liste)?

Pour mémoire, réponse FI à la consultation d'ESMA sur les RTS AIFMD2 :

- LMTs should be selected and designed depending in particular on the asset class, the investment strategy of the fund and the type of its investors, professional or not. For instance, protection issues are different for professional investors, which may contractually agree to specific liquidity arrangements when they invest in a fund.*
- As the market for open ended AIFs develops, our members are gaining experience on the use of a variety of liquidity management tools (LMTs). However, at this stage, we might not have a full and precise view on each and every tool listed in annex V of the AIFMD. Currently, we observe that suspensions of subscriptions, repurchases and redemptions as well as redemption gates and side pockets (on an ad hoc basis) are among the tools most frequently used by our members which manage semi liquid funds. Some of our members may apply redemption fees. Adjustments to entry/exit prices seem rather difficult to put in place as far as VC/PE funds are concerned. As for swing or dual pricing, they do not appear appropriate to our asset class. Last, redemptions in kind are difficult to implement in practice.*
- Considering that suspensions of subscriptions, repurchases and redemptions and side pockets can only be used as complementary LMTs and that redemptions in kind are not applicable to all types of investors, in practice, VC/PE managers are essentially left with a choice of LMTs between gates and extensions of notice period. In other words, it will be difficult for them to work out an adequate combination of LMTs depending on the typology of investors, the asset class and investment strategy, etc. Therefore, it is of utmost importance that that the implementation of tools as described in annex V of the AIFMD does not prevent the application of other additional liquidity management tools designed on a contractual basis as set out in the documentation of the fund. Indeed, some investors may be willing to agree to specific contractual arrangements regarding liquidity. In other words, both types of tools (legal and contractual) should be available to AIFMs.*

Questions subsidiaires (ne concernant pas les RTS)

Pour information, étude de l'AMF sur l'évolution des outils de gestion de la liquidité dans les fonds français :

<https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-11/evolution-de-ladoption-des-outils-de-gestion-de-la-liquidite-dans-les-fonds-francais.pdf>

The analysis of the prospectuses of AIFs domiciled in France shows that:

- *French managers are well ahead of the requirement for European open-ended AIFs to have at least two LMTs by 2026.*
- *Gates are detected in 5% of private equity funds, but in 96% of assets of evergreen FCPR (fonds communs de placement à risque).*
- *Swing pricing remains very marginal for private equity funds*
- *ADL tools are totally absent from private equity funds*
- *5.7% of the net assets of private equity funds are associated with a mention of the possibility of suspension by the manager, but this rate rises to 56% for evergreen FCPR*
- *40% of private equity funds mention redemptions in kind (38% of FCPR evergreen funds) in their prospectus*
- *Private equity funds do not have any side pockets*

Questions sur l'analyse coûts/bénéfices

Q21 : Etes-vous d'accord avec le raisonnement concernant les coûts et bénéfices de l'approche adoptée par ESMA concernant les RTS? Quels autres types de coûts et bénéfices prendriez-vous en compte?

Q22 : Y a-t-il des aspects liés à l'ESG ou à l'innovation qu'ESMA devrait prendre en compte?



Annexes :

. Directive AIFMD2

. Règlement délégué

. Orientations d'ESMA



Annexe – Directive AIFMD2

- Article 16 :
 1. Pour chaque FIA qu'ils gèrent qui n'est pas un FIA de type fermé ne recourant pas à l'effet de levier, les gestionnaires utilisent un système de gestion de la liquidité approprié et adoptent des procédures permettant de suivre le risque de liquidité du FIA et garantissant que le profil de liquidité des investissements du FIA est conforme à ses obligations sous-jacentes. Les gestionnaires effectuent régulièrement des simulations de crise, dans des conditions normales et exceptionnelles de liquidité, qui leur permettent d'évaluer le risque de liquidité des FIA, et d'effectuer en conséquence un suivi du risque de liquidité des FIA.
 2. Les gestionnaires veillent pour chaque FIA qu'ils gèrent à ce que la stratégie d'investissement, le profil de liquidité et la politique de remboursement soient cohérents

Annexe – Règlement délégué

- Article 46 : Le gestionnaire est en mesure de démontrer aux autorités compétentes de son État membre d'origine qu'un système de gestion de la liquidité approprié et des procédures efficaces ont été mis en place et tiennent compte de la stratégie d'investissement, du profil de liquidité et de la politique de remboursement de chaque FIA
- Article 47 : Le système de gestion de la liquidité et les procédures garantissent, au moins, que le gestionnaire :
 - a) maintient un **niveau de liquidité approprié** au regard de ses obligations sous-jacentes (évaluation de la liquidité relative des actifs du FIA sur le marché)
 - b) suit **l'évolution du profil de liquidité** du portefeuille d'actifs du FIA (le gestionnaire tient compte du profil de la base d'investisseurs du FIA)
 - c) contrôle l'approche adoptée par les gestionnaires de ces organismes en matière de gestion de la liquidité, lorsque le FIA investit dans d'autres organismes de placement collectif
 - d) met en œuvre et maintient opérationnelles des **dispositions et des procédures appropriées de mesure de la liquidité** lui permettant d'évaluer les risques quantitatifs et qualitatifs que comportent les positions et les investissements prévus qui ont une incidence substantielle sur le profil de liquidité du portefeuille du FIA
 - e) étudie et met en œuvre les **outils et dispositions nécessaires à la gestion du risque de liquidité** de chaque FIA qu'il gère (circonstances normales + exceptionnelles, traitement équitable de tous les investisseurs)

Annexe – Règlement délégué

- Article 48 :
 - Le gestionnaire effectue régulièrement des simulations de crise, dans des conditions normales et exceptionnelles de liquidité, qui lui permettent d'évaluer le risque de liquidité de chaque FIA qu'il gère
- Article 49 :
 - la stratégie d'investissement, le profil de liquidité et la politique de remboursement de chaque FIA géré par un gestionnaire sont jugés se correspondre lorsque les investisseurs sont en mesure de se faire rembourser leurs investissements d'une manière compatible avec le principe de traitement équitable de tous les investisseurs du FIA et conforme à la politique de remboursement et aux obligations du FIA
 - le gestionnaire examine aussi les conséquences que les remboursements peuvent avoir sur les prix ou spreads sous-jacents des différents actifs du FIA

Annexe – Orientations d’ESMA sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA

- Orientations en relation avec l’article 16, paragraphe 1 de la directive AIFM et avec les articles 47 et 48 du règlement de niveau 2 complétant la directive AIFM
- Orientations applicables aux gestionnaires: Conception des modèles de simulation de crise de liquidité, Compréhension du risque de liquidité, Principes de gouvernance pour les simulations de crise de liquidité, Politique relative aux simulations de crise de liquidité, Fréquence des simulations de crise de liquidité, Utilisation des résultats des simulations de crise de liquidité, Ajustement des simulations de crise de liquidité en fonction de chaque fonds, Scénarios des simulations de crise de liquidité, Disponibilité des données, Développement de produits, Simulations de crise appliquées aux actifs du fonds pour déterminer les conséquences sur la liquidité du fonds, Simulations de crise appliquées aux passifs du fonds pour déterminer les conséquences sur la liquidité du fonds, Simulations de crise de liquidité pour d’autres types de passifs, Fonds investissant dans des actifs moins liquides, Fonds investissant dans des actifs moins liquides, Combinaison de simulations de crise de liquidité sur plusieurs fonds
- https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-897_guidelines_on_liquidity_stress_testing_in_ucits_and_aifs_fr.pdf



Projet de réponse FI

- Calendrier : les mesures de niveau 2 doivent être établies bien avant la date d'entrée en application de la directive
- Mesures de niveau 2 doivent permettre le développement de fonds de dette conformément au niveau 1
- Articulation avec les RTS LMT et le cadre ELTIF2



Rendez-vous sur
www.franceinvest.eu

Et sur nos réseaux sociaux :

