



LA DISTRIBUTION DES PARTS D'ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF EN VALEURS MOBILIÈRES (OPCVM) DOMICILIÉS AU LUXEMBOURG¹

Avec plus de 6 500 milliards d'euros d'actifs nets sous gestion à la fin du mois de décembre 2021, le Luxembourg représente le deuxième plus grand centre mondial pour la domiciliation des fonds d'investissement après les États-Unis, et le leader global pour la distribution transfrontalière de parts de fonds d'investissement.

L'essentiel des fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg est encadré par la directive OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières), le cadre réglementaire européen pour les fonds ouverts qui investissent principalement en actions et en obligations². Dans le cadre de cette réglementation, une société de gestion bénéficie d'un passeport européen, qui autorise les parts d'un OPCVM enregistré dans un État membre à être commercialisées et vendues dans un autre État membre sans autorisation supplémentaire.

Le Luxembourg a été le premier pays à transposer la directive OPCVM dans son droit national en 1988. Cet « avantage du précurseur » (*first-mover advantage*) combiné à un régime d'imposition faible et à la présence d'un centre financier international a amené les sociétés de gestion à choisir le Luxembourg comme plateforme de distribution pour développer leur activité dans l'Union européenne (UE)³. Bien que les fonds d'investissement entrant dans le champ de la directive OPCVM soient initialement prévus pour être commercialisés sur le marché européen, le label OPCVM s'est peu à peu imposé mondialement comme un produit de haute qualité associé à un degré élevé de protection pour les investisseurs. De nombreux gestionnaires d'actifs internationaux ont ainsi progressivement domicilié leurs fonds au Luxembourg sous forme d'OPCVM avec une stratégie de distribution globale clairement établie.

L'objectif de cette étude est de dresser un état des lieux de la distribution des parts d'OPCVM domiciliés au Luxembourg. La première section introduit de manière générale le développement et la dimension internationale de cette industrie au Grand-Duché. La deuxième et la troisième section présentent plus en détail la ventilation géographique, sectorielle et par devise des détentions de parts dans les pays de la zone euro et dans le reste du monde, en mettant en avant les limitations existantes du point de vue des sources statistiques disponibles. La quatrième section analyse la stratégie de distribution des promoteurs de fonds en fonction de leur pays d'origine. Enfin, la cinquième section conclut et apporte des éléments de réflexion concernant de futures pistes de recherche dans ce domaine.

Le Luxembourg : une plateforme de distribution globale des OPCVM

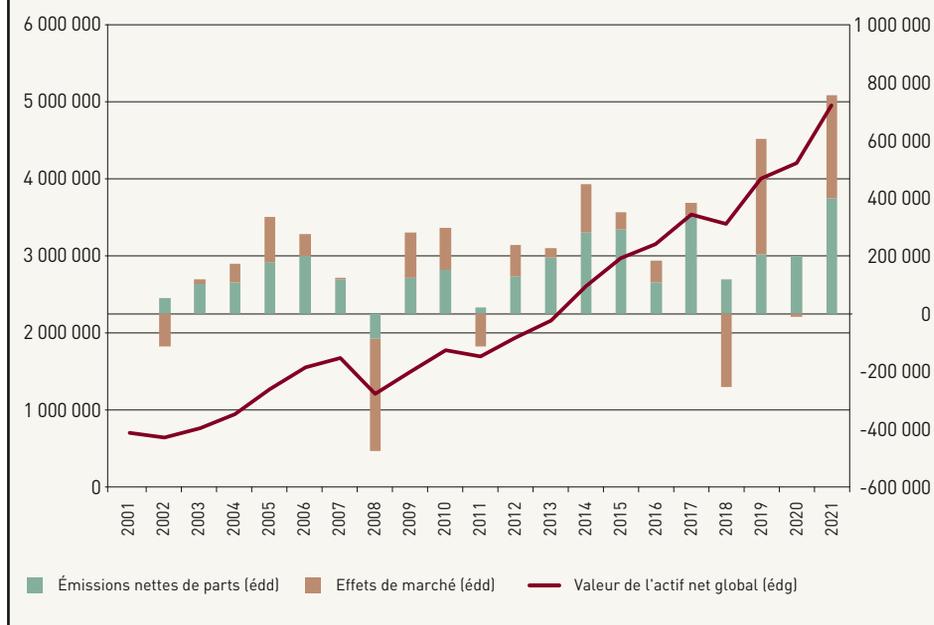
Au cours des deux dernières décennies, les actifs sous gestion des OPCVM domiciliés au Luxembourg ont connu un taux de croissance annuel moyen de 12 % pour atteindre un encours de 4 922,9 milliards

1 Cette analyse a été rédigée par Julien Ciccone et Romuald Morhs du département Statistiques. Les auteurs remercient Paul Feuvrier, Paolo Guarda, Roland Nockels et Germain Stammet pour leur contribution à cette étude. Les vues exprimées dans cette partie sont exclusivement celles des auteurs et n'engagent aucunement la BCL ou l'Eurosystème.
Date de publication : mai 2023

2 L'encours des parts émises par les OPCVM représente près des trois quarts de l'ensemble des actifs sous gestion des OPCVM domiciliés au Luxembourg.

3 Les activités et services financiers qui supportent la mise en place et la distribution des fonds d'investissement incluent, entre autres, les banques dépositaires, les agents de transfert, les cabinets d'audit et de conseil, les fiduciaires et les organismes de compensation et de règlement-livraison de titres. Pour une présentation plus détaillée du secteur financier au Luxembourg, voir P. Pieretti, A. Bourgain et P. Courtin (2007) « *Place financière de Luxembourg - Analyse des sources de ses avantages compétitifs et de sa dynamique* », Ed. De Boeck.

Graphique 1
Évolution de l'activité des OPCVM domiciliés au Luxembourg
(en millions d'euros)



Sources : BCL, CSSF

d'euros à la fin de l'année 2021. Cette évolution a certes été favorisée par les effets de revalorisation engendrés par les rendements sur les marchés boursiers et obligataires, mais également et surtout par le dynamisme des émissions nettes de parts, témoignant ainsi de l'attractivité du Grand-Duché pour le développement de ce type de produits, tant du point de vue des investisseurs que des promoteurs de fonds⁴.

Depuis l'introduction de la réforme OPCVM III en 2001, les émissions nettes de parts se sont élevées à 3 273,2 milliards d'euros et le nombre de compartiments domiciliés au Luxembourg a pratiquement doublé pour s'établir à 10 823 entités fin décembre 2021. Les compartiments investissant principalement en actions

représentaient, pour cette période de référence, la principale catégorie d'OPCVM avec 41,2 % de l'ensemble des actifs sous gestion, suivis par les OPCVM obligations (29,3 %), les OPCVM mixtes (18,3 %), les OPCVM monétaires (8,0 %) et les autres OPCVM⁵ (3,2 %).

Du point de vue de l'origine géographique des promoteurs, les pays les plus représentés au Luxembourg à la fin de l'année 2021 étaient, par ordre d'importance, les États-Unis, le Royaume-Uni, la Suisse, l'Allemagne, la France et l'Italie. Les sociétés de gestion de ces pays totalisaient à elles seules 85,5 % du montant des parts émises par les OPCVM au Luxembourg.

Tableau 1 :

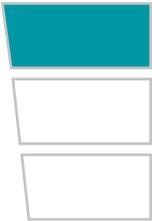
Ventilation des actifs sous gestion des OPCVM domiciliés au Luxembourg selon la nationalité du promoteur

Nationalité	États-Unis	Royaume-Uni	Suisse	Allemagne	France	Italie	Belgique
Actifs sous gestion	1 077 444	871 468	682 089	636 084	598 613	343 427	191 617
Nationalité	Danemark	Pays-Bas	Luxembourg	Suède	Canada	Espagne	Autres pays
Actifs sous gestion	128 516	99 198	84 955	62 192	32 453	23 076	91 797

Sources : BCL, CSSF

4 Pour une perspective historique de l'évolution de la distribution des OPCVM au Luxembourg, voir le rapport Lipper Fund Marketing Information (2010) « *Symbiosis in the evolution of UCITS - 1988-2018: Three decades of funds industry transformation* », Thomson Reuters.

5 Cette catégorie inclut principalement des OPCVM alternatifs qui poursuivent un objectif de rendement absolu qui n'est pas corrélé avec les marchés d'actions et d'obligations traditionnels, mais dans un cadre plus réglementé que les *hedge funds* du point de vue de la transparence, de la composition du portefeuille et de la gestion des risques.



Les OPCVM domiciliés au Luxembourg sont désormais commercialisés dans la plupart des pays du monde⁶. Comme corollaire à cette activité de distribution transfrontalière, une large proportion des parts émises est détenue par des non-résidents et libellée en devises étrangères. Le graphique 2 présente la distribution géographique et par devise de l'ensemble des actifs sous gestion des OPCVM domiciliés au Luxembourg.

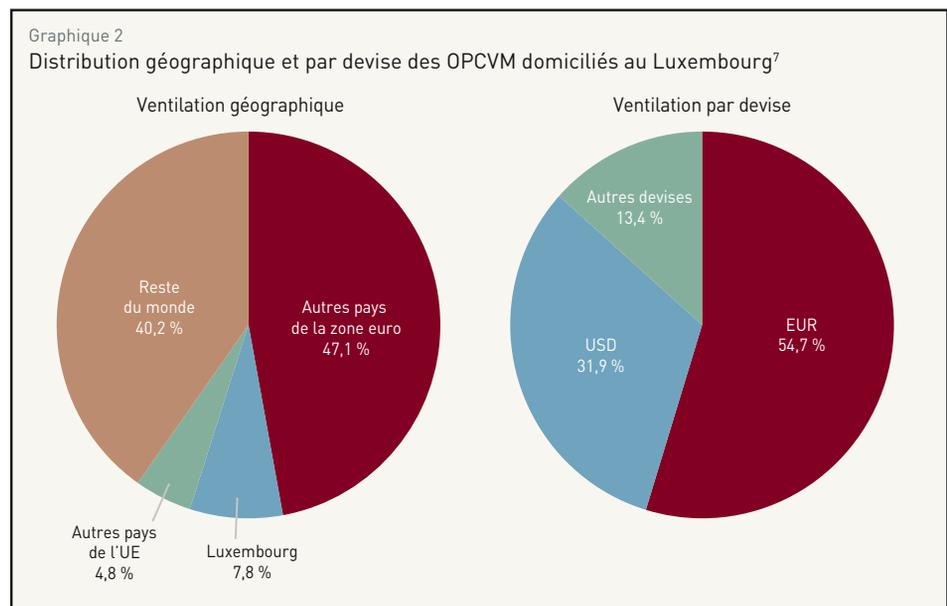
À la fin de l'année 2021, 92,2 % de l'encours des actifs nets sous gestion était détenu par des investisseurs non résidents. Bien que la commercialisation des parts soit dominée par le marché de l'UE et, plus spécifiquement, par les pays de la zone euro, les marchés en dehors de l'UE représentent 40,2 % du montant total des parts distribuées par les OPCVM domiciliés au Luxembourg.

La ventilation par devise d'émission des parts représente également une indication importante de l'internationalisation de la place financière luxembourgeoise. En effet, 45,3 % du montant des parts distribuées par les OPCVM est libellé en devises étrangères, et notamment en dollar américain avec 31,9 % du total de l'actif net sous gestion des OPCVM domiciliés au Luxembourg.

Les détentions de parts dans les pays de la zone euro

Le tableau 2 présente les détentions géographiques, sectorielles et par devises des parts d'OPCVM dans les pays de la zone euro. Ces chiffres sont issus de la base de données Titre par Titre (TPT) de la Banque centrale du Luxembourg (BCL) et de la base de données sur les détentions de titres de la zone euro (*Securities Holdings Statistics by Sector*, SHSS) compilée par la Banque centrale européenne (BCE) à partir des statistiques envoyées par les banques centrales de l'Eurosystème.

La base de données SHSS constitue une source d'information unique qui permet d'approfondir l'analyse de la distribution transfrontalière des parts d'OPCVM en utilisant les données granulaires sur les détentions de titres dans les pays de la zone euro, ventilées par secteur institutionnel. La base de données SHSS contient, principalement pour les résidents des pays de la zone euro, des informations trimestrielles sur les détentions sectorielles et géographiques de parts de fonds d'investissement sur une base titre par titre, c'est-à-dire ISIN par



Sources : BCE, BCL, CSSF

⁶ Voir à ce sujet le rapport de l'Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement (ALFI) « *Global fund distribution 2021* ».

⁷ Ces chiffres sont basés sur les détentions de parts pour les pays de la zone euro, disponibles dans la base de données SHSS (*Securities Holdings Statistics by Sector*) de la Banque centrale européenne (BCE), et sur les pays de commercialisation des parts pour les autres pays européens et le reste du monde, renseignés dans les rapports 0.4.1 de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Les devises d'émission sont extraites de la base de données Titre par Titre (TPT) de la Banque centrale du Luxembourg (BCL).

ISIN⁸. Les données sur les détentions des investisseurs institutionnels (par exemple, les fonds d'investissement, les assurances et les fonds de pension) proviennent directement de la collecte statistique auprès de ces entités, tandis que les données pour les autres secteurs sont rapportées par les banques dépositaires.

Les devises d'émission proviennent quant à elles de la base de données TPT de la BCL qui, combinée à la base de données centralisée sur les titres de la BCE (CSDB, *Centralised Securities DataBase*), contient des informations sur les attributs des titres à l'actif et au passif des entités, en l'occurrence les parts émises par les fonds d'investissement. Ces données sont également disponibles au niveau de chaque ISIN.

Tableau 2 :

Ventilation de la distribution des parts d'OPCVM dans les pays de la zone euro

(Encours en fin de période, décembre 2021, millions d'euros)

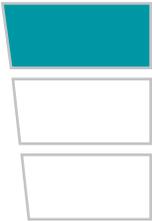
PAYS DÉTENTEUR			SECTEUR DÉTENTEUR		
	MONTANT	% DU TOTAL		MONTANT	% DU TOTAL
Italie	631 616	23,4	Ménages	1 001 580	37,0
Allemagne	622 811	23,0	dont Allemagne	366 750	13,6
Luxembourg	385 149	14,2	dont Italie	332 353	12,3
France	291 475	10,8	dont Espagne	104 273	3,9
Espagne	238 228	8,8	dont Belgique	100 851	3,7
Belgique	185 767	6,9	Fonds d'investissement	792 886	29,3
Irlande	140 888	5,2	dont Luxembourg	315 765	11,7
Pays-Bas	70 446	2,6	dont Allemagne	120 503	4,5
Autriche	53 023	2,0	dont France	96 184	3,6
Autres Pays	85 503	3,2	dont Espagne	68 781	2,5
Total Zone Euro	2 704 907	100,00	Assu. et fonds de pens.	692 473	25,6
DEVISE D'ÉMISSION			dont Italie	208 609	7,7
	MONTANT	% DU TOTAL	dont France	133 054	4,9
Euro	2 261 302	83,6	dont Irlande	100 444	3,7
Dollar américain	392 211	14,5	dont Allemagne	92 138	3,4
Autres devises	51 394	1,9	Autres secteurs	217 968	8,1
Total Zone Euro	2 704 907	100,0	Total Zone Euro	2 704 907	100,0

Sources : BCE, BCL, Eurosysteme

L'encours des détentions par des investisseurs résidents de la zone euro s'élevait à 2 704,9 milliards d'euros à la fin de l'année 2021, soit 54,9 % de l'ensemble des actifs nets sous gestion des OPCVM domiciliés au Luxembourg. Les ménages, les fonds d'investissement et les assurances et fonds de pension constituent les principaux souscripteurs de parts avec respectivement 37,0 %, 29,3 % et 25,6 % du total des montants détenus. Les détentions des banques, des autres intermédiaires financiers et des sociétés non financières sont quant à elles relativement moins importantes.

Dans l'ensemble, les parts d'OPCVM distribuées auprès des investisseurs de la zone euro sont principalement libellées en euros. Ces parts représentent en effet 83,6 % de l'encours total des actifs sous gestion détenus par les résidents de ces pays, suggérant ainsi l'existence d'un biais en devise domestique (*home currency bias*) du point de vue de la détention de parts d'OPCVM. Cette propension à

8 Un code ISIN (*International Securities Identification Number*) est un code unique international de douze caractères qui permet d'identifier un titre financier.



privilégier les souscriptions de parts en euros caractérise davantage les ménages et les assurances et fonds de pension que les fonds d'investissement, qui totalisent près de la moitié des investissements effectués en devises étrangères.

Du point de vue géographique, l'Italie et l'Allemagne constituent les deux principaux pays de distribution des OPCVM luxembourgeois dans la zone euro avec un encours total de respectivement 631,6 milliards d'euros et 622,8 milliards d'euros. La clientèle dans ces deux pays est essentiellement composée de ménages, avec respectivement 52,6 % et 58,9 % de l'ensemble des montants souscrits par les investisseurs de ces pays. Dans le cas de l'Italie, les ménages investissent également de manière indirecte dans les OPCVM luxembourgeois *via* les sociétés d'assurance, qui détiennent des parts à hauteur de 208,6 milliards d'euros.

Avec un encours de 291,5 milliards d'euros, la France arrive en troisième position des marchés de distribution des parts d'OPCVM en dehors du Grand-Duché. *A contrario* de l'Allemagne et de l'Italie, la clientèle française est surtout composée d'investisseurs institutionnels, c'est-à-dire de fonds d'investissement et de sociétés d'assurance, qui représentent 78,6 % des actifs nets détenus par les investisseurs français. L'Espagne et la Belgique, avec une clientèle essentiellement constituée de ménages, arrivent en quatrième et cinquième position avec respectivement 238,2 milliards d'euros et 185,8 milliards d'euros de détentions.

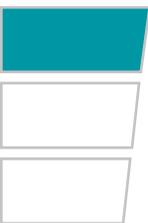
Enfin, au niveau de la clientèle institutionnelle de la zone euro, les fonds d'investissement domiciliés au Grand-Duché constituent un débouché important avec 315,8 milliards d'euros de détentions de parts. Ces positions s'expliquent non seulement par la présence de fonds de fonds, mais également par l'existence de structures maître-nourricier⁹. Les OPC domiciliés en Irlande investissent quant à eux relativement peu dans les OPCVM domiciliés au Luxembourg, avec seulement 36,7 milliards d'euros à leur actif, contre 100,4 milliards d'euros de détentions pour les assurances et fonds de pension domiciliés en Irlande.

Les détentions de parts en dehors de la zone euro

Les sources statistiques relatives à la ventilation géographique et sectorielle des détentions de parts d'OPCVM en dehors de la zone euro sont quant à elles plus limitées.

L'enquête coordonnée du Fonds monétaire international (FMI) sur les investissements de portefeuille (*Coordinated Portfolio Investment Survey*, CPIS) fournit des informations sur les détentions par pays et par secteur des titres de participation émis par des résidents luxembourgeois. Dans le cas du Luxembourg, les titres de participation constituent une alternative acceptable pour mesurer les détentions de parts d'OPC, puisque ces dernières représentent près de 99 % du montant de cette rubrique. Cependant, ces données ne sont pas exhaustives. D'une part, les détentions rapportées dans l'enquête CPIS pour les pays en dehors de la zone euro à la fin de l'année 2021 totalisaient 1 211,4 milliards d'euros, alors que le résidu des seules émissions de parts d'OPCVM après soustraction des montants rapportés dans la base de données SHSS pour les détentions des autres pays de la zone euro représentait 2 218,0 milliards d'euros. D'autre part, les données CPIS ne sont pas suffisamment désagrégées au niveau de chaque secteur pour tous les pays qui participent à l'enquête, de sorte que le degré de couverture est trop faible pour pouvoir estimer la ventilation sectorielle des détentions de parts dans le reste du monde à partir de cette source.

⁹ Dans le cadre d'une structure maître-nourricier, la quasi-totalité des actifs perçus par le fonds nourricier est investie dans un autre fonds, qualifié de fonds maître.



Les données sur les pays de commercialisation collectées par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) dans le cadre du rapport O 4.1 représentent une source d'information alternative à l'enquête CPIS pour la ventilation géographique. Ces données présentent l'avantage d'être disponibles au niveau du compartiment du fonds, ce qui permet non seulement de couvrir l'ensemble de la population des OPCVM domiciliés au Luxembourg, mais également de croiser les montants rapportés avec d'autres informations telles que la politique d'investissement ou la nationalité de la société de gestion. Cependant, la collecte du rapport O 4.1 concerne le pays de commercialisation du fonds, qui ne correspond pas toujours au pays de résidence du détenteur des parts. En effet, des résidents de pays tiers peuvent acheter des OPCVM domiciliés au Luxembourg *via* des banques privées suisses ou des intermédiaires financiers domiciliés au Royaume-Uni, auquel cas les montants sont enregistrés avec la Suisse ou le Royaume-Uni comme pays de contrepartie alors que le souscripteur final ne réside pas dans ces pays.

Le tableau 3 expose la ventilation géographique, par devise d'émission et par type d'investisseur de la distribution des parts d'OPCVM en dehors de la zone euro. Les données des rapports O 4.1 et de l'enquête CPIS sont présentées pour établir une comparaison entre les deux sources statistiques. Les devises d'émission sont extraites de la base de données TPT de la BCL. La répartition selon le type d'investisseur provient quant à elle de la plateforme Bloomberg.

Tableau 3 :

Ventilation de la distribution des parts d'OPCVM en dehors de la zone euro¹⁰

(Encours en fin de période, décembre 2021, millions d'euros)

	PAYS / ZONE DE COMMERCIALISATION / DÉTENTION				DEVISE D'ÉMISSION		
	O4.1	% TOTAL	CPIS	% TOTAL		MONTANT	% DU TOTAL
Autres pays d'Europe ¹⁾	238 259	10,7	223 875	18,5	Dollar américain	1 177 593	53,1
dont Suède	165 696	7,5	127 687	10,5	Euro	433 144	19,5
dont Danemark	23 934	1,1	44 947	3,7	Livre sterling	255 631	11,5
dont Norvège	15 896	0,7	25 574	2,1	Franc suisse	105 900	4,8
dont PECO ²⁾	26 662	1,2	19 167	1,6	Couronne suédoise	71 187	3,2
dont Autres	6 071	0,3	6 500	0,5	Yen	49 814	2,2
Royaume-Uni	786 332	35,5	160 685	13,3	Dollar de Singapour	28 269	1,3
Suisse	360 752	16,3	256 286	21,2	Dollar australien	20 346	0,9
Etats-Unis	224 842	10,1	136 414	11,3	Dollar de Hong Kong	18 973	0,9
Asie / Pacifique ³⁾	366 518	16,5	253 297	20,9	Couronne norvégienne	12 962	0,6
dont Hong Kong	95 132	4,3	57 283	4,7	Couronne danoise	12 499	0,6
dont Singapour	82 987	3,7	27 376	2,3	Renminbi	8 827	0,4
dont Taiwan	76 271	3,4	n.d. ⁴⁾	n.d.	Rand sud-africain	7 505	0,3
dont Japon	65 578	3,0	91 089	7,5	Dollar canadien	6 402	0,3
dont Corée du Sud	11 498	0,5	31 886	2,6	Couronne tchèque	4 382	0,2
dont Australie	9 961	0,4	5 669	0,5	Zloty	2 108	0,1
dont Thaïlande	7 941	0,4	12 101	1,0	Dollar néo-zélandais	924	0,0
dont Malaisie	5 652	0,3	6 571	0,5	Leu roumain	633	0,0
dont Chine ⁵⁾	4 833	0,2	17 797	1,5	Forint	468	0,0
dont Autres	6 665	0,3	3 525	0,3	Autres devises	457	0,0
Amérique latine ⁶⁾	24 835	1,1	56 124	4,6	Total hors zone euro	2 218 023	100,0
dont Chili	6 995	0,3	43 307	3,6	Type d'investisseur		
dont Autres	17 840	0,8	12 817	1,1	Particuliers	960 394	43,3
Moyen Orient ⁷⁾	9 367	0,4	22 576	1,9	Institutionnels	1 100 128	49,6
Autres pays	207 118	9,3	102 115	8,4	n.d.	157 501	7,1
Total hors zone euro	2 218 023	100,0	1 211 372	100,0	Total hors zone euro	2 218 023	100,0

Sources : BCL, Bloomberg, CSSF, FMI

1) Les autres pays d'Europe incluent les pays en dehors de la zone euro qui font partie de l'Espace économique européen (EEE).

2) Les PECO (pays d'Europe centrale et orientale) incluent la Bulgarie, la Croatie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Roumanie.

3) Le groupe « Asie / Pacifique » englobe la liste des pays qui se situent dans la classification « Asie et Pacifique » du FMI.

4) Non disponible.

5) Pour les données CPIS, la Chine englobe les montants de la Chine continentale et de Macao.

6) Le groupe « Amérique latine » inclut le Mexique et la liste des pays des groupes « Amérique centrale » et « Amérique du Sud » du FMI.

7) Le groupe « Moyen-Orient » est composé des pays suivants : Liban, Syrie, Iraq, Iran, Israël, Jordanie, Arabie saoudite, Koweït, Qatar, Bahreïn, Émirats arabes unis, Oman et Yémen.

10 Pour les détentions de parts en dehors de la zone euro, la base de données SHSS contient également des montants qui sont rapportés par les banques dépositaires. Cependant, la couverture est relativement insuffisante. À titre d'exemple, les montants rapportés dans la base de données SHSS pour le Royaume-Uni et les États-Unis sont de respectivement 89,4 milliards d'euros et 46,4 milliards d'euros pour la fin de l'année 2021, contre respectivement 160,7 milliards d'euros et 136,4 milliards d'euros dans l'enquête CPIS.



La distribution transfrontalière dans les pays en dehors de la zone euro repose sur une plus grande diversité dans les devises d'émission, soulignant ainsi le caractère international de la clientèle visée par les promoteurs de fonds. Les parts d'OPCVM luxembourgeois détenues en dehors de la zone euro sont en effet commercialisées dans 25 devises différentes. Le dollar américain, l'euro, la livre sterling et le franc suisse constituent les devises les plus répandues avec respectivement 53,1 %, 19,5 %, 11,5 % et 4,8 % de l'encours total des actifs nets sous gestion distribué en dehors de la zone euro. Quant à la composition de la clientèle, la proportion des parts réservée aux investisseurs institutionnels (49,6 %) est, selon les données extraites de Bloomberg, relativement plus élevée que celle à destination des investisseurs particuliers (43,3 %)¹¹.

Du point de vue géographique, les pays scandinaves, au premier rang desquels la Suède, représentent les principaux marchés pour la commercialisation des OPCVM dans les autres pays de l'UE avec un encours de 205,5 milliards d'euros. D'après les données de l'enquête CPIS, l'essentiel de la clientèle dans ces pays est composé de sociétés d'assurance et de fonds de pension (43,5 %), de ménages (25,1 %) et de fonds d'investissement (20,9 %).

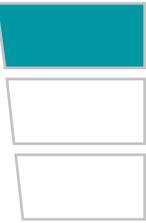
Les données agrégées rapportées dans l'enquête CPIS pour les « Autres pays d'Europe » sont relativement similaires à celles provenant des rapports O 4.1, de sorte que l'incertitude demeure limitée concernant le pourcentage total de parts détenues par ce groupe de pays. Le principal problème réside dans l'évaluation de la répartition des détentions de parts dans le reste du monde. De ce point de vue, le Royaume-Uni, la Suisse, les États-Unis et les pays de la zone « Asie/Pacifique » constituent les plus importants marchés pour la distribution transfrontalière des OPCVM en dehors de l'UE.

Malgré le Brexit, le Royaume-Uni demeure une plateforme incontournable pour la distribution des OPCVM domiciliés au Luxembourg, avec plus d'un tiers du montant des parts commercialisées en dehors de la zone euro, selon les données collectées dans les rapports O 4.1. Or, d'après l'enquête CPIS, les résidents britanniques détenaient, à la fin de l'année 2021, seulement 160,7 milliards d'euros de titres de participation émis par des entités luxembourgeoises, pour une clientèle essentiellement composée de fonds de pension et d'OPC monétaires. Par conséquent, il semble que les parts d'OPCVM commercialisées outre-Manche s'adressent largement à des investisseurs internationaux. Les émissions à destination de ces derniers sont de fait majoritairement effectuées en dollars américains par des promoteurs qui ont une stratégie globale de distribution de leurs produits. En outre, près de 20 % des montants commercialisés au Royaume-Uni portent sur des parts d'OPCVM monétaires, qui sont généralement utilisées par des investisseurs institutionnels et de grandes entreprises comme instrument de gestion de leur trésorerie.

L'encours de parts d'OPCVM commercialisé en Suisse atteignait 360,8 milliards d'euros à la fin de l'année 2021, contre un montant de détentions en titre de participation par des résidents suisses de 256,3 milliards d'euros selon les données de l'enquête CPIS. La distribution sur le marché helvétique est dominée par l'activité de gestion de patrimoine des banques privées et des sociétés d'assurance vie, qui peuvent s'appuyer sur une base importante de ménages fortunés (*high net worth individuals*), domestiques et étrangers¹². La proportion des émissions de parts en devises internationales, notamment en dollars américains et en euros, est relativement élevée dans le cas de la Suisse, témoignant ainsi de l'origine géographique diversifiée des souscripteurs de parts.

11 Ces chiffres ne sont pas directement comparables avec ceux de la ventilation sectorielle présentés dans le tableau 2. En utilisant les informations de la plateforme Bloomberg, la proportion des investisseurs particuliers et des investisseurs institutionnels est, pour les détentions de parts dans les pays de la zone euro, de respectivement 44,6 % et 42,7 %.

12 Les sociétés de gestion suisses représentent près de 75 % des montants distribués sur le marché suisse.



Le montant des OPCVM distribués aux États-Unis représentait 224,8 milliards d'euros à la fin du mois de décembre 2021. Plus du tiers de cet encours était émis par des OPC monétaires. Les OPCVM commercialisés aux États-Unis sont généralement destinés à des investisseurs institutionnels américains exemptés d'impôts dans le cadre d'un placement privé et à des investisseurs non résidents qui disposent d'un compte de courtage auprès d'intermédiaires financiers (*broker-dealer* ou banque privée). Selon la base de données CPIS, les résidents américains, principalement des fonds d'investissement (67,4 %), des sociétés non financières (16,0 %) ainsi que des sociétés d'assurance et des fonds de pension (14,5 %), détenaient 136,4 milliards d'euros de titres de participation sur le Luxembourg à la fin du mois de décembre 2021.

Les pays du groupe « Asie/Pacifique » constituent également un débouché important pour les OPCVM domiciliés au Luxembourg, avec un encours commercialisé de 366,5 milliards d'euros à la fin de l'année 2021. Hong Kong, Singapour et Taïwan représentent les principales plateformes de distribution dans la région¹³. Selon les données de l'enquête CPIS, les résidents japonais seraient les plus importants souscripteurs de parts dans la région avec 91,1 milliards d'euros de détentions. *A contrario*, d'après les rapports O 4.1, l'Amérique latine et les pays du Moyen-Orient totaliseraient seulement 1,5 % des encours commercialisés en dehors de la zone euro. Ces chiffres ne reflètent cependant pas le montant des détentions de parts dans ces zones géographiques, comme le suggèrent les résultats de l'enquête CPIS. Par exemple, dans le cas du Chili, les fonds de pension détenaient, selon cette collecte, 43,3 milliards d'euros de titres de participation sur le Luxembourg à la fin de l'année 2021, contre seulement 7,0 milliards d'euros pour les données provenant des rapports O 4.1.

Les stratégies de distribution des promoteurs selon leur nationalité

Le tableau 4 présente les statistiques sur la distribution géographique et par devise des parts émises, ventilée selon la nationalité de la société de gestion. L'analyse de ces chiffres offre un complément d'information important sur la stratégie de distribution transfrontalière suivie par les différents promoteurs de fonds en fonction de leur pays d'origine.

13 Voir à ce sujet le rapport de Deloitte (2018) « *Navigating Asia - Investment Fund Distribution: Challenges & Opportunities* ».

Tableau 4 :

Distribution géographique et par devise selon la nationalité de la société de gestion

(Encours en fin de période, décembre 2021)

NATIONALITÉ DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION						
	ZONE EURO	ÉTATS-UNIS	ROYAUME-UNI	SUISSE	PAYS SCANDINAVES	AUTRES
Distribution géographique						
Zone euro	78,5 %	32,8 %	36,2 %	43,1 %	38,8 %	36,5 %
Etats-Unis	1,2 %	13,9 %	4,0 %	1,1 %	0,0 %	3,3 %
Royaume-Uni	6,5 %	22,2 %	34,1 %	7,7 %	15,8 %	17,2 %
Suisse	1,8 %	2,4 %	2,4 %	38,1 %	2,5 %	4,7 %
Pays scandinaves	2,5 %	3,4 %	3,0 %	1,5 %	37,4 %	4,8 %
Asie / Pacifique	2,5 %	15,3 %	11,7 %	2,5 %	0,3 %	23,7 %
Autres pays	7,0 %	10,1 %	8,6 %	6,0 %	5,2 %	9,9 %
Devise d'émission des parts						
Euro	81,1 %	29,9 %	36,2 %	45,7 %	43,9 %	41,4 %
Dollar américain	14,3 %	58,7 %	40,9 %	34,9 %	12,2 %	33,6 %
Livre sterling	1,7 %	4,8 %	17,7 %	3,1 %	3,1 %	8,7 %
Franc suisse	0,5 %	0,4 %	0,8 %	13,2 %	0,4 %	0,6 %
Devises scandinaves	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,2 %	40,0 %	1,4 %
Autres devises	1,9 %	5,5 %	3,7 %	2,9 %	0,3 %	14,3 %
Total (millions d'euros)	1 993 458	1 077 444	871 468	682 089	197 036	101 435

Sources : BCE, BCL, CSSF

Les sociétés de gestion des pays de la zone euro se caractérisent par un biais régional dans leur stratégie de distribution, avec près de 80 % de l'encours des parts émises libellé en euro et détenu par des résidents de la zone euro. Ces données agrégées masquent toutefois certaines disparités entre les pays, comme l'indiquent les chiffres présentés dans le tableau 5. Alors que les sociétés de gestion allemandes et italiennes se reposent principalement sur la clientèle de leur marché national, avec respectivement 53,4 % et 51,3 % du montant des parts distribuées détenu par des investisseurs domestiques, les sociétés de gestion françaises utilisent davantage le Luxembourg comme plateforme de distribution de leurs parts dans les autres pays de la zone euro. Les sociétés de gestion des Pays-Bas affichent quant à elles une stratégie plus internationale, que ce soit du point de vue des pays de distribution ou des devises d'émission de parts.

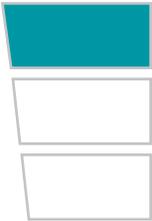
Tableau 5 :

Distribution géographique et par devise des sociétés de gestion des pays de la zone euro

(Encours en fin de période, décembre 2021)

	ALLEMAGNE	FRANCE	ITALIE	BELGIQUE	PAYS-BAS	LUXEMBOURG
Investisseurs domestiques	53,4 %	24,7 %	51,3 %	42,1 %	11,4 %	15,7 %
Autres pays de la zone euro	24,8 %	50,8 %	22,6 %	43,6 %	49,0 %	58,2 %
Reste du monde	21,8 %	24,5 %	26,1 %	14,3 %	39,6 %	26,1 %
Parts émises en euro	78,7 %	76,6 %	97,3 %	90,4 %	61,1 %	77,6 %
Parts émises en dollar américain	17,4 %	17,3 %	2,1 %	6,9 %	25,9 %	17,3 %
Actifs sous gestion (millions d'euros)	636 084	598 613	343 427	191 617	99 198	84 955

Sources : BCE, BCL, CSSF, Eurosysteme



Les sociétés de gestion du Royaume-Uni, de la Suisse et des pays scandinaves affichent également un biais domestique dans la commercialisation de leurs parts d'OPCVM, avec plus du tiers de l'encours des actifs sous gestion distribué sur leur marché national. Cependant, les sociétés de gestion de ces pays utilisent largement le Luxembourg comme plateforme pour distribuer des parts à la clientèle des pays de la zone euro (respectivement 36,2 %, 43,1 % et 38,8 % de l'encours total). Alors que les sociétés de gestion des pays scandinaves émettent 40,0 % de leurs parts dans les devises de pays scandinaves, les sociétés de gestion britanniques et suisses émettent relativement plus en dollar américain, ce qui indique qu'elles ciblent davantage une clientèle internationale du point de vue de la commercialisation de leurs parts.

Enfin, les promoteurs américains semblent suivre une stratégie de distribution plus globale, avec seulement 13,9 % de l'ensemble des actifs sous gestion commercialisé aux États-Unis. Ils utilisent non seulement le Luxembourg comme plateforme pour vendre leurs parts sur le marché européen, mais également dans le reste du monde, avec une majorité de parts souscrites en dehors de l'UE. Comme corollaire à cette stratégie de distribution globale, les sociétés de gestion américaines émettent davantage de parts en devises étrangères, principalement en dollar américain, mais également dans une multitude d'autres devises, afin de proposer aux investisseurs des instruments de placement dans leur monnaie nationale.

Conclusion

Depuis l'introduction de la directive OPCVM en 1988, la place financière du Luxembourg a réussi à s'imposer comme un acteur de premier plan pour la domiciliation et la distribution des fonds d'investissement. Les parts d'OPCVM domiciliés au Luxembourg sont désormais commercialisées dans la plupart des pays du monde et de nombreux gestionnaires d'actifs internationaux se sont implantés au Grand-Duché avec une stratégie de distribution globale clairement établie.

Bien que la commercialisation des parts soit dominée par le marché européen et, plus spécifiquement, par les pays de la zone euro, la clientèle en dehors de l'UE représente une proportion considérable du montant des parts distribuées par les OPCVM domiciliés au Luxembourg. La base de données SHSS, qui contient des informations granulaires sur la composition du portefeuille de titres détenu au niveau de chaque secteur institutionnel, constitue une source d'information unique pour étudier la ventilation des détentions de parts dans les pays de la zone euro. Les statistiques existantes sont toutefois plus limitées en ce qui concerne l'analyse de la distribution des OPCVM dans le reste du monde. D'une part, les données collectées par le FMI dans le cadre de l'enquête CPIS affichent un taux de couverture insuffisant, et d'autre part, les données extraites des rapports O 4.1 portent sur le pays de commercialisation du fonds, qui ne correspond pas toujours au pays de résidence du détenteur des parts. Les lacunes dans ce domaine mettent ainsi en évidence la nécessité d'améliorer notre compréhension des canaux de distribution des OPCVM domiciliés au Luxembourg et du type de clientèle ciblée par les promoteurs, notamment au niveau des parts commercialisées au Royaume-Uni, en Suisse, aux États-Unis et dans les pays de la zone « Asie/Pacifique ».

De par son activité de distribution transfrontalière des OPCVM, le Grand-Duché représente un maillon important de la globalisation financière en terme de flux de capitaux et constitue, de ce fait, un laboratoire intéressant pour étudier le comportement de portefeuille des investisseurs internationaux. De ce point de vue, la base de données SHSS, bien que limitée à la zone euro, fournit des informations détaillées sur le profil des détenteurs de parts qui pourraient servir à approfondir certaines questions de recherche déjà étudiées à la BCL¹⁴. Ces informations, combinées à la collecte TPT de la BCL, pourraient par exemple permettre de mieux comprendre l'influence exercée par le type d'investisseur sur la sensibilité des flux nets aux performances des fonds.

¹⁴ Voir à ce sujet J. Ciccone, L. Marchiori, et R. Morhs [2022] « The flow-performance relationship of global investment funds », *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 127(C).