

Les fonds immobiliers constituent la seule catégorie de fonds qui enregistre une diminution de ses actifs au troisième trimestre de 2012 (-6,2%). Le total bilantaire des 'hedge funds', après s'être légèrement accru en début d'année 2012, s'est progressivement affaibli au cours du deuxième trimestre, pour revenir quasiment, fin septembre 2012, à son niveau de la fin 2011. Quant aux autres fonds, leurs actifs sont en croissance constante depuis 2011. Ils affichent une hausse de 11,6% au troisième trimestre.

Encadré 3:

LES FONDS DE FONDS DOMICILIÉS AU LUXEMBOURG : PRÉSENTATION ET ANALYSE STATISTIQUE

Dans l'environnement actuel caractérisé par le maintien de taux d'intérêt à un faible niveau, les investisseurs ont tendance à adopter une stratégie de recherche de rendement (*search for yield*), en essayant de limiter dans le même temps le risque supporté par leur portefeuille.

La stratégie des organismes de placement collectif (OPC) qualifiés de fonds de fonds se rapproche de cette idée. En effet, les fonds de fonds sont des fonds dont l'actif se compose essentiellement de parts émises par d'autres fonds au lieu d'être composé directement de titres tels que les actions et les obligations. En outre, les fonds de fonds donnent accès à des stratégies d'investissement plus souples et beaucoup plus larges d'un point de vue géographique, monétaire ou sectoriel.

Les gestionnaires de fonds de fonds suivent et analysent l'évolution et la performance des fonds d'investissement disponibles sur le marché et appartenant généralement à différentes sociétés de gestion. Ils sélectionnent ensuite les meilleurs fonds pour constituer leur portefeuille et atteindre ainsi des niveaux de rendement supérieurs à ceux obtenus par des fonds classiques et ce avec un niveau de risque théoriquement plus limité, le processus de diversification portant sur des fonds ayant déjà eux-mêmes diversifié leur risque.

Cependant, dans la mesure où les fonds de fonds ont une double structure, ils engendrent des frais de souscription plus élevés que les fonds classiques puisque les investisseurs doivent à la fois s'acquitter des frais de gestion des fonds sous-jacents et rémunérer le gestionnaire du fonds de fonds. Par conséquent, le montant élevé des parts donne un accès restreint aux fonds de fonds, généralement réservés aux investisseurs importants et plus rarement aux particuliers.

L'objectif de cet encadré est de présenter un état des lieux de l'industrie des fonds de fonds au Luxembourg, en accordant une attention particulière aux fonds qui investissent majoritairement dans des fonds luxembourgeois, dénommés par la suite *fonds de fonds luxembourgeois*²⁷. Pour les besoins de cet encadré, la liste de fonds de fonds établie par la CSSF a été recoupée avec les rapports mensuels et annuels communiqués par les OPC à la CSSF et à la BCL de manière à réaliser l'extraction et le traitement des données et ce notamment afin d'établir une classification entre les fonds de fonds luxembourgeois et les fonds de fonds étrangers.

Cette étude permet ainsi d'approfondir l'analyse de la composition de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg, l'évolution et le contenu de l'activité dans le secteur des fonds de fonds demeurant encore, jusqu'à présent, un domaine relativement méconnu. Or, ce segment de la gestion d'actifs pourrait connaître une expansion significative dans les années à venir. En effet, à travers le projet de loi de décembre 2010, qui transpose la directive UCITS IV, le

²⁷ Les *fonds de fonds luxembourgeois* ont été définis comme les fonds qui investissent pour plus de 50% du montant total de leurs titres en parts d'OPC luxembourgeois. La définition retenue des *fonds de fonds luxembourgeois*, qui est propre à cet encadré, ne doit ainsi pas être confondue avec le terme de fonds de fonds luxembourgeois, qui peut désigner tout fonds de fonds établi au Luxembourg.

Luxembourg a pu harmoniser le régime des OPC, en donnant des opportunités de gérance plus souples pour les fonds de fonds, par exemple pour les structures de type maître-nourricier ²⁸ (*master-feeder*) ou les fonds de *hedge funds*.

L'IMPORTANCE DE L'ACTIVITÉ DES FONDS DE FONDS AU LUXEMBOURG

La comparaison des valeurs nettes d'inventaire (VNI) totales rapportées par les fonds d'investissement, par les fonds de fonds et plus particulièrement par les *fonds de fonds luxembourgeois* permet de mesurer l'importance de cette activité au Luxembourg et son évolution dans le temps.

Tableau 1 :

Evolution de la situation globale des fonds de fonds (millions d'euros)

	VNI totale des fonds	VNI totale des fonds de fonds	VNI totale des fonds de fonds luxembourgeois	Part des fonds de fonds luxembourgeois parmi les fonds de fonds	Investissement net en capital des fonds de fonds luxembourgeois ^{1) 2)}
Décembre 2001	928 450	59 340	22 331	37,6%	
Décembre 2002	844 510	56 156	20 951	37,3%	39
Décembre 2003	953 300	65 230	28 545	43,8%	664
Décembre 2004	1 106 220	84 863	42 400	50,0%	4 342
Décembre 2005	1 525 210	134 676	82 521	61,3%	22 109
Décembre 2006	1 844 850	167 743	98 151	58,5%	13 630
Décembre 2007	2 059 400	197 801	107 225	54,2%	12 391
Décembre 2008	1 559 650	147 458	77 861	52,8%	-3 856
Décembre 2009	1 840 990	145 571	86 620	59,5%	-1 488
Décembre 2010	2 198 990	164 198	95 487	58,2%	7 992
Décembre 2011	2 096 510	148 376	84 792	57,2%	-2 876
Juin 2012	2 224 479	149 735	84 156	56,2%	28

¹⁾ L'investissement net se définit comme la différence entre le montant des émissions et des rachats de parts.

²⁾ Montants cumulés par année.

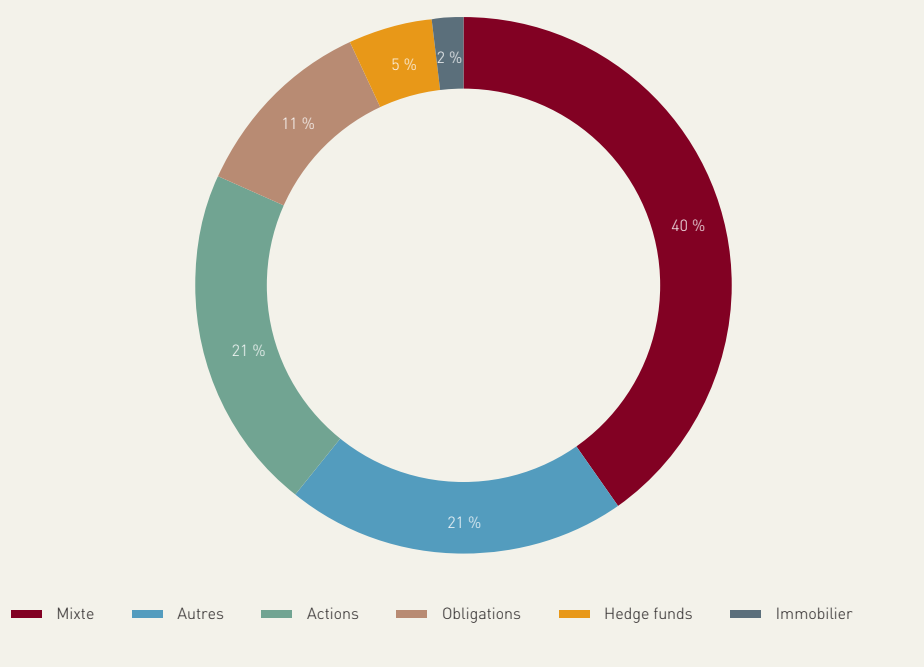
Source : BCL et CSSF

A la fin du mois de juin 2012, les fonds d'investissement en activité affichaient un total bilantaire de 2 224 milliards d'euros. Le nombre de compartiments d'OPC s'élevait à cette date à 13 407, dont 15% ont été identifiés comme des fonds de fonds. Les fonds de fonds représentaient ainsi près de 6,7% de l'activité totale des fonds d'investissement au Luxembourg, pour une VNI avoisinant les 150 milliards d'euros. La contribution des *fonds de fonds luxembourgeois* dans ce segment de la gestion d'actifs était alors de 56%, avec une VNI de 84 milliards d'euros répartie dans 772 compartiments d'OPC²⁹.

28 A travers la directive UCITS IV, un gérant d'OPCVM peut désormais regrouper des actifs au sein d'un fonds maître alimenté par des fonds nourriciers qui sont domiciliés dans différents pays de l'Espace Economique Européen, dans la mesure où ces derniers investissent au moins 85% de leurs actifs dans les parts de l'OPCVM maître. Le regroupement d'actifs dans une structure maître-nourricier permet ainsi à la société de gestion de réaliser des économies d'échelle et d'améliorer la distribution transfrontalière des produits.

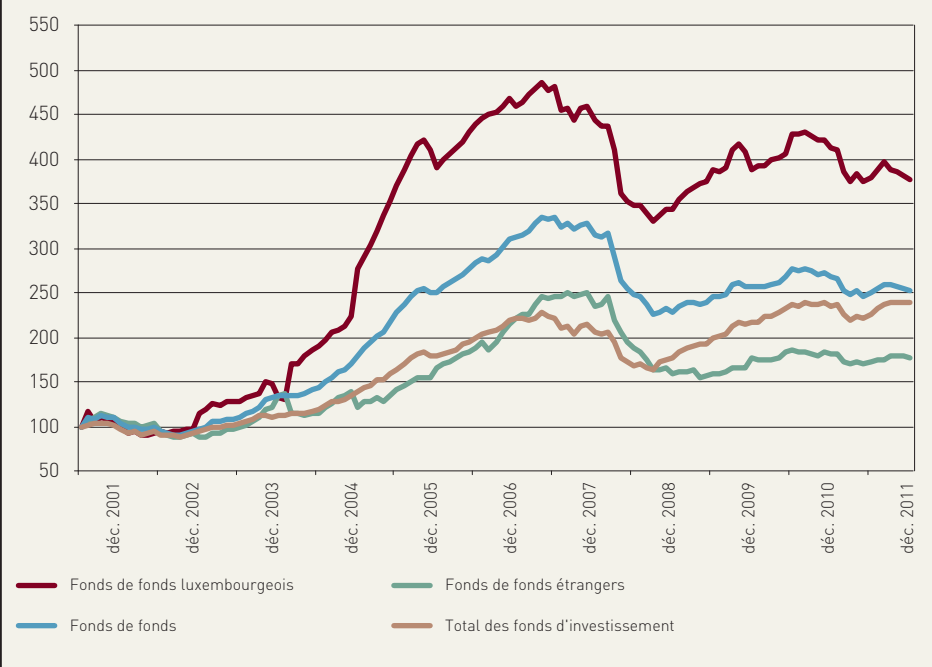
29 Les *fonds de fonds luxembourgeois* apparaissent probablement deux fois dans les statistiques: en tant que fonds de fonds et en tant que fonds dans lesquels les fonds de fonds investissent. De plus, puisque les fonds de fonds détiennent des parts de nombreux fonds, il est possible qu'un même titre soit détenu plusieurs fois par le fonds de fonds à travers différents fonds.

Graphique 1
Classification des fonds de fonds luxembourgeois en fonction de leur politique d'investissement (Juin 2012)



Sources : BCL et CSSF

Graphique 2
Evolution de la VNI des différentes catégories de fonds (Base 100 : décembre 2001)



Sources : BCL et CSSF

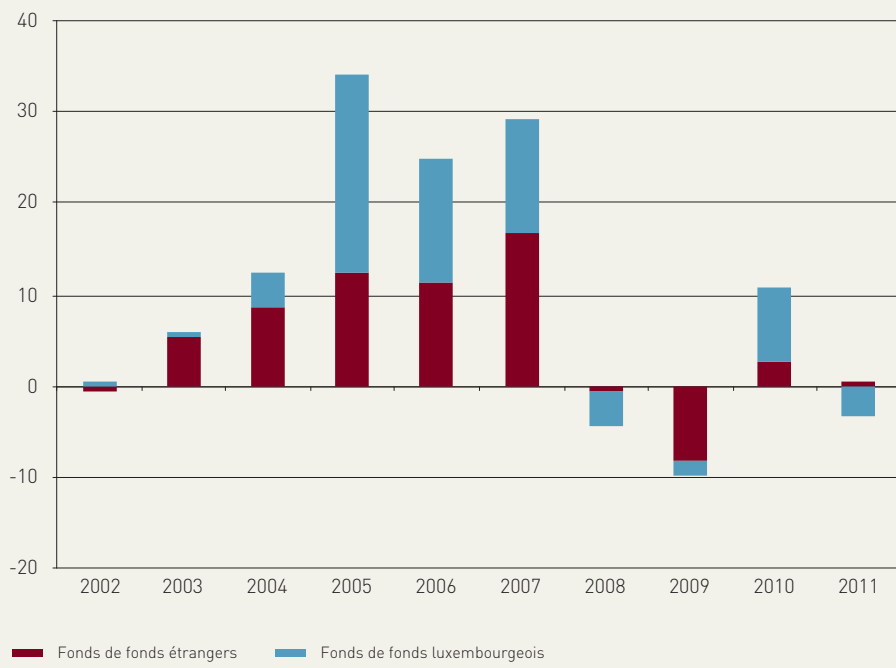
En juin 2012, la répartition de la politique d'investissement des *fonds de fonds luxembourgeois* était la suivante. Les politiques mixtes étaient les plus répandues, avec 40% du montant total rapporté. Les actions et obligations comptaient respectivement pour 21% et 11% alors que les hedge funds représentaient 5% et l'immobilier environ 2%. Il restait ainsi 21% pour la catégorie des autres politiques d'investissement.

L'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ DES FONDS DE FONDS AU LUXEMBOURG

Au cours de la période étudiée, la tendance affichée par la VNI des différents types de fonds a été globalement la même, qu'il s'agisse des fonds d'investissement, des fonds de fonds ou des *fonds de fonds luxembourgeois*. Cependant, l'évolution de la VNI des fonds de fonds et plus particulièrement des *fonds de fonds luxembourgeois*, a été beaucoup plus marquée. En effet, entre 2001 et 2007, la VNI rapportée par les *fonds de fonds luxembourgeois* a presque été multipliée par cinq, atteignant ainsi un pic d'activité de 107 milliards d'euros, tandis que la VNI des *fonds de fonds étrangers* a triplé pour atteindre 90 milliards d'euros.

Consécutivement au déclenchement de la crise financière, la VNI des différentes catégories de fonds s'est ensuite significativement contractée jusqu'au mois de mars 2009, avant de rebondir pour finalement se stabiliser en fin de période. Cependant, force est de constater que la VNI des fonds de fonds n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise, contrairement à la VNI rapportée par l'ensemble des fonds d'investissement. De fait, le montant des émissions nettes, qui permet de neutraliser l'impact de la variation des marchés et du taux de change sur l'évolution de la VNI, est demeuré relativement faible, voire négatif, à partir de 2008, témoignant ainsi d'un certain degré d'aversion au risque des investisseurs vis-à-vis de cette catégorie de fonds.

Graphique 3
Evolution des émissions nettes par les fonds de fonds
(milliards d'euros)



Sources : BCL et CSSF

LA RÉPARTITION PAR PAYS ET PAR DEVISES DU PORTEFEUILLE DES FONDS DE FONDS

Depuis fin 2008, une sélection d'OPC regroupant 95% de la valeur nette d'inventaire totale produit un rapport titre par titre et un bilan statistique détaillant, pour chaque OPC ou compartiment d'OPC, les différentes rubriques de leur actif ventilées par secteur économique, par devise d'émission, par pays émetteur et par échéance initiale³⁰. Cette collecte statistique effectuée auprès des services de la BCL apporte ainsi un complément d'information sur la composition du portefeuille des fonds de fonds domiciliés au Luxembourg.

D'un point de vue géographique, le Luxembourg représente le principal pays dans lequel les fonds de fonds investissent, avec près de la moitié de l'activité concentrée sur les parts d'OPC domiciliés au Luxembourg. Les dix pays affichant les montants les plus élevés en termes de VNI sont quasiment les mêmes au cours de la période étudiée. Il s'agit en partie de pays dits *offshore*, tels que les îles Caïmans, les îles Vierges Britanniques, les Bermudes ou encore les îles de Jersey, Guernesey et des Bahamas. La Grande-Bretagne, l'Irlande et les Etats-Unis figurent également parmi les principaux pays d'émissions. Les pays frontaliers au Luxembourg, soit la Belgique, l'Allemagne et la France, apparaissent également parmi les pays d'émission les plus utilisés. Les pays classés après le dixième rang n'interviennent plus que pour moins de 1% de la VNI totale. En décembre 2011, on pouvait dénombrer 67 pays d'émission différents, contre 51 en décembre 2008, traduisant ainsi une diversification accrue du portefeuille des fonds de fonds d'un point de vue géographique.

30 Pour plus de détails, le lecteur peut se référer à l'encadré "Les OPC non monétaires au Luxembourg", Bulletin BCL 2011/2, pp.53-59.

Tableau 2:

La répartition géographique du portefeuille des fonds de fonds

Décembre 2008	VNI (en millions d'euros)	% VNI	Nombre de compartiments	Rang	Décembre 2011	VNI (en millions d'euros)	% VNI	Nombre de compartiments
Luxembourg	61 083	48,5	1 161	1	Luxembourg	68 147	51,7	1 170
Iles Caïmans	23 737	18,9	412	2	Iles Caïmans	14 993	11,4	313
Allemagne	14 267	11,3	434	3	Allemagne	13 572	10,3	420
Irlande	5 213	4,1	633	4	Irlande	10 353	7,9	672
Belgique	3 863	3,1	143	5	Belgique	5 022	3,8	76
France	3 394	2,7	405	6	France	3 591	2,7	415
Iles Vierges Britanniques	3 090	2,5	264	7	Royaume-Uni	3 218	2,4	434
Etats-Unis	2 897	2,3	283	8	Etats-Unis	3 172	2,4	245
Bermudes	2 153	1,7	187	9	Iles Vierges Britanniques	2 267	1,7	190
Royaume-Uni	2 009	1,6	388	10	Bermudes	1 454	1,1	143

Source : BCL et CSSF

De même, la part des devises dans lesquelles sont libellés les titres détenus a été calculée par rapport à la VNI totale des fonds de fonds pour la période allant de décembre 2008 à décembre 2011. Il apparaît ainsi que l'essentiel du portefeuille des fonds de fonds est composé de parts d'OPC émises en euros et en dollars américains, la monnaie unique comptabilisant à elle seule près des deux tiers de cette activité. Ces deux devises sont suivies par la livre sterling (environ 2%) et alternativement par le franc suisse et le yen japonais (environ 1%). En décembre 2011, les fonds de fonds avaient investi dans 37 devises différentes contre 28 en décembre 2008, indiquant par là une diversification accrue de leur portefeuille en termes de devises.

Tableau 3:

La répartition par devise du portefeuille des fonds de fonds (en %)

Devise	Décembre 2008	Décembre 2011
Euro	64,5	63,1
Dollar américain	31,8	31,6
Livre sterling	1,7	2,5
Franc suisse	0,5	0,8
Yen	0,8	0,7

Source : BCL et CSSF

LES DIFFÉRENTES CATÉGORIES DE FONDS DE FONDS : UNE ANALYSE FACTORIELLE

L'analyse des correspondances multiples (ACM) permet de synthétiser l'information et de classer les fonds de fonds en fonction d'un ensemble de caractéristiques communes. L'ACM réalisée dans cette étude couvre un échantillon de 1410 compartiments d'OPC identifiés comme fonds de fonds et décrits par 7 variables qualitatives (le pays, la devise d'investissement, le nombre de pays, le nombre de devises, la politique d'investissement, la taille des fonds en termes de VNI, répartie en quartiles, et le statut juridique) totalisant un ensemble de 28 modalités qui sont résumées dans le tableau suivant.

Tableau 4 :

Les modalités retenues pour la classification des fonds de fonds

Pays d'investissement	Nombre de devises	Devise d'investissement	Politique d'investissement	Nombre de pays	Statut juridique	Taille des fonds
Luxembourg	Une devise (1D)	Euro (EUR)	Obligations	Un pays (1P)	SICAV	Q1
Zone euro	Deux devises (2D)	Dollar (USD)	Actions	Deux à trois pays (2-3P)	FCP	Q2
Pays offshore	Trois devises (3D)	Autre (OTH)	Mixte	Quatre pays (4P)	SICAF	Q3
Autre	Quatre devises et plus (4+D)		Immobilier	Cinq pays et plus (5+P)		Q4
			Hedge funds			
			Autre			

Le principe de cette analyse est de considérer, d'une part, chaque compartiment d'OPC comme un individu caractérisé par 28 modalités et d'autre part chaque modalité comme une caractéristique définie par 1410 individus. Les compartiments d'OPC sont ainsi représentés par des points dans un espace à 28 dimensions et les modalités par des points dans un espace à 1410 dimensions, ce qui n'est évidemment pas interprétable à l'œil humain. L'analyse factorielle consiste à projeter le nuage d'individus et le nuage des modalités sur un même plan afin d'identifier des caractéristiques communes.

La projection de ce nuage est réalisée sur les deux axes qui contiennent le plus d'information. Ainsi, sur le graphique ci-dessous, l'axe horizontal discrimine les fonds de fonds investis en fonds libellés en euro (à gauche) des fonds libellés en dollar américain (à droite). L'axe vertical est formé par la diversité en termes de pays (1P, 2-3P, 4P, 5+P) et de devises (1D, 2D, 3D, 4+D) d'émission des fonds dans lesquels les fonds de fonds investissent. En haut se trouvent les fonds de fonds qui investissent dans un seul pays et dans une seule devise et en bas, à l'opposé, ceux qui investissent dans des fonds situés dans plusieurs pays et libellés dans plusieurs devises³¹.

La densité des compartiments d'OPC est plus importante dans la partie basse du graphique qui regroupe les fonds mixtes et les investissements dans plusieurs pays et plusieurs devises, traduisant ainsi la politique de diversification des fonds de fonds domiciliés au Luxembourg. L'analyse du graphique permet par ailleurs de distinguer quatre zones regroupant des fonds de fonds ayant des caractéristiques similaires.

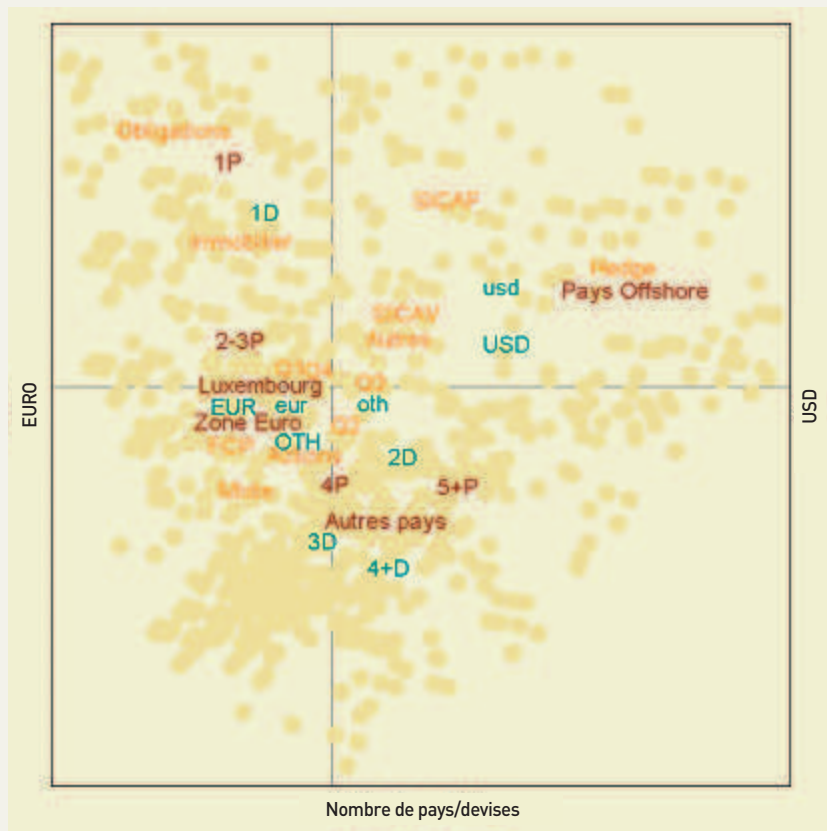
(i) En haut à droite, les fonds de *hedge funds* investissent principalement dans des fonds libellés en USD et situés dans des pays *offshores*. Ces fonds de fonds sont eux-mêmes libellés en USD et ont tendance à concentrer leur stratégie d'investissement dans une seule devise et dans un seul pays.

(ii) En haut à gauche, les fonds de fonds investissent dans des fonds obligataires ou immobiliers situés dans un seul pays et libellés dans une seule devise, en général l'euro. Les fonds nourriciers (*feeder funds*), qui sont, d'après la loi de 2010, autorisés à investir au moins 85% de leurs actifs dans des parts d'un autre OPC, se situent probablement dans cette catégorie.

(iii) À gauche du centre se trouvent les fonds de fonds qui investissent dans des fonds libellés en euros et situés au Luxembourg ou dans la zone euro. La souscription des parts dans ces fonds de fonds est elle-même libellée en euros.

31 La devise d'émission a également été prise en compte dans l'analyse, mais seulement en tant que variable supplémentaire, c'est-à-dire qu'elle ne contribue pas à la formation des axes. En effet, les fonds de fonds commercialisent généralement leurs parts dans la même devise que celle dans laquelle ils investissent. La devise d'émission apporte de ce fait une information redondante du point de vue des caractéristiques appliquées à chaque compartiment d'OPC. Dans le graphique 4, *eur*, *usd* et *oth* correspondent respectivement à des souscriptions de parts libellées en euros, en dollars, et dans d'autres devises.

Graphique 4
Vue d'ensemble des fonds de fonds fin-décembre 2011¹⁾



¹⁾ Etant donné que le choix d'une période en particulier n'impliquait pas de changements notables du point de vue des résultats obtenus, l'analyse statistique a été réalisée pour le mois de décembre 2011.

Source : BCL

la stratégie d'investissement des fonds de fonds n'étant pas liée au montant des actifs sous gestion.

(iv) Le dernier groupe, qui se situe dans le bas du graphique, représente les fonds de fonds qui investissent dans des fonds situés dans les autres pays (i.e. en dehors de la zone euro et des pays *offshore*). Ces fonds de fonds affichent une plus grande diversification puisqu'ils sont investis dans plusieurs pays et plusieurs devises.

Enfin, la taille des fonds de fonds en termes de VNI a été prise en compte dans l'ACM. Cette variable a été définie en termes de quartiles (Q1, Q2, Q3, Q4), Q1 représentant les 25% de fonds de fonds ayant la plus petite VNI, et Q4 les 25% de fonds de fonds ayant la VNI la plus élevée. La représentation de ces quartiles sur le graphique est très proche du centre, ce qui indique l'absence d'effet de taille,

1.2.3.4 Les OPC monétaires

1.2.3.4.1 Le nombre de compartiments

Fin septembre 2012, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 290. Entre fin janvier et fin septembre, ce nombre s'est contracté de 13 unités, poursuivant la lente érosion entamée en 2010.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 303 en raison d'un changement de définition³².

³² Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.