

Entre la fin du premier trimestre de 2020 et la fin du troisième trimestre de 2020, le volume total des titres en portefeuille, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, a augmenté de 22,1 %. Au cours de cette période, la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement évolué de +44,3 %, +16,9 % et +7,7 %.

Tableau 14 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contreparties¹⁾

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	09-2019	03-2020	09-2020	09-2019 - 09-2020		03-2020 - 09-2020		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	09-2020
Établissements de crédit	149 794	130 185	152 131	2 337	1,6	21 946	16,9	51,4
Administrations publiques	52 256	63 002	90 881	38 625	73,9	27 879	44,3	30,7
Autres secteurs	57 029	49 379	53 157	-3 872	-6,8	3 778	7,7	17,9
Total	259 079	242 566	296 169	37 090	14,3	53 603	22,1	100,0

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

Encadré 2 :

LES FONDS D'INVESTISSEMENT ALTERNATIFS NON RÉGLEMENTÉS

Cet encadré présente l'activité des fonds d'investissement alternatifs non réglementés (FIANR) domiciliés au Luxembourg. L'analyse se base sur des données collectées par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) et complétées, le cas échéant, par les informations disponibles dans les documents publiés auprès du Registre du Commerce et des Sociétés (RCS). L'environnement réglementaire des FIANR est abordé dans un premier temps. Les statistiques relatives à l'activité des FIANR sont présentées dans un second temps.

L'environnement réglementaire

Les fonds d'investissement alternatifs (FIA) regroupent l'ensemble des fonds qui ne sont pas sous le régime de la directive OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières). Les FIA, qui investissent généralement dans des classes d'actifs alternatifs comme les biens immobiliers, les projets d'infrastructure, ou encore les titres d'entreprises non cotées, sont encadrés par la Directive sur les Gestionnaires de Fonds d'Investissement Alternatifs (GFIA). Il existe deux types de FIA au Luxembourg : les FIA réglementés et les FIANR.

Les FIA réglementés sont enregistrés sous la partie 2 de la loi de 2010, la loi sur les Fonds d'Investissement Spécialisés (FIS), ou la loi sur les Sociétés d'Investissement en Capital à Risque (SICAR). Ces fonds doivent obtenir un agrément de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) pour être mis sur le marché. Leur activité est également directement supervisée par la CSSF.

Les FIANR sont quant à eux définis par la CSSF comme des FIA qui ne font pas l'objet d'un agrément préalable et/ou d'une supervision prudentielle par une autorité de surveillance (Circulaire CSSF 15/612). Les FIANR sont toutefois réglementés et supervisés de manière indirecte, par le biais de leur GFIA qui peut être domicilié au Luxembourg ou dans un autre État membre de l'Union européenne (UE), et ce conformément à la Directive européenne sur les GFIA, transposée en droit luxembourgeois par la loi du 12 juillet 2013.

Suite à la mise en place de la Directive GFIA, le législateur luxembourgeois a introduit, par le biais de la loi du 23 juillet 2016, un nouveau véhicule d'investissement alternatif non réglementé : le Fonds d'Investissement Alternatif Réservé (FIAR). Les FIAR ont été créés dans la lignée des FIS, et ce pour étoffer la gamme des fonds alternatifs et renforcer la compétitivité de la place financière. Les FIAR, qui sont réservés à des investisseurs avertis, peuvent investir dans toutes les classes d'actifs : capital-investissement, immobilier, infrastructure, acquisition de dettes et montage de prêts, etc. En outre, lorsque leur GFIA est domicilié dans l'UE, les FIAR bénéficient du passeport européen pour la commercialisation de leurs parts.

Les FIAR représentent ainsi un véhicule d'investissement dédié à la gestion alternative qui offre la même flexibilité et les mêmes avantages que les FIS ou les SICAR, à la différence près que les FIAR ne sont pas soumis à l'agrément et à la supervision de la CSSF. L'absence d'une autorisation préalable et d'une supervision directe de la part du régulateur implique, d'une part, que le délai de mise en place de ces fonds est beaucoup plus court, et d'autre part, que les coûts opérationnels de fonctionnement sont réduits. Toutefois, étant donné que la loi du 12 juillet 2013 sur les GFIA s'applique aux FIAR, ces derniers sont indirectement supervisés par le biais de leur GFIA de sorte que, malgré leur statut de véhicule non réglementé, les FIAR assurent un niveau élevé de protection aux investisseurs.

Le champ des FIANR ne se limite cependant pas aux FIAR. En effet, d'après la loi du 12 juillet 2013 sur les GFIA, une société de participations financières (SOPARFI) peut être gérée par un GFIA lorsqu'elle se qualifie de FIA²⁵. Tout comme pour les FIAR, et contrairement aux SOPARFI, qui sont des entités non réglementées, les SOPARFI qui sont qualifiées de FIA sont réglementées de manière indirecte, via la supervision de leur GFIA. À noter également que les sociétés en *partnership* ou les sociétés de gestion de patrimoine familial (SPF) peuvent, au même titre que les SOPARFI, entrer dans le champ de la Directive GFIA. En revanche, les véhicules de titrisation ne sont pas autorisés à être qualifiés de FIA.

L'activité des fonds d'investissement alternatifs non réglementés

Le champ de l'étude porte sur les FIANR qui sont couverts par la collecte statistique de la BCL. À l'heure actuelle, il n'existe pas encore, à notre connaissance, d'études ou de chiffres disponibles sur l'activité de ces fonds. Les informations présentées ci-dessous, qui proviennent de la collecte statistique de la BCL, sont par conséquent inédites²⁶.

Depuis septembre 2018, la BCL a introduit une collecte statistique pour les FIANR qui entrent dans le champ de la Directive GFIA et qui dépassent le seuil de 500 millions d'euros d'actifs sous gestion. Conformément à la circulaire 2018/241, ces fonds doivent notamment envoyer à la BCL des rapports bilantaires trimestriels et des rapports titre par titre mensuels.

La liste des FIANR est établie par les services statistiques de la BCL sur la base des informations disponibles auprès du RCS, de la CSSF et de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF). Les FIANR incluent les FIAR pour lesquels un GFIA est requis, mais également les SOPARFI et les sociétés en *partnerships* qui sont gérées par des GFIA. Sur les 2 750 FIANR recensés à la fin du mois de juin 2020, 309 entités étaient soumises à la collecte statistique de la BCL.

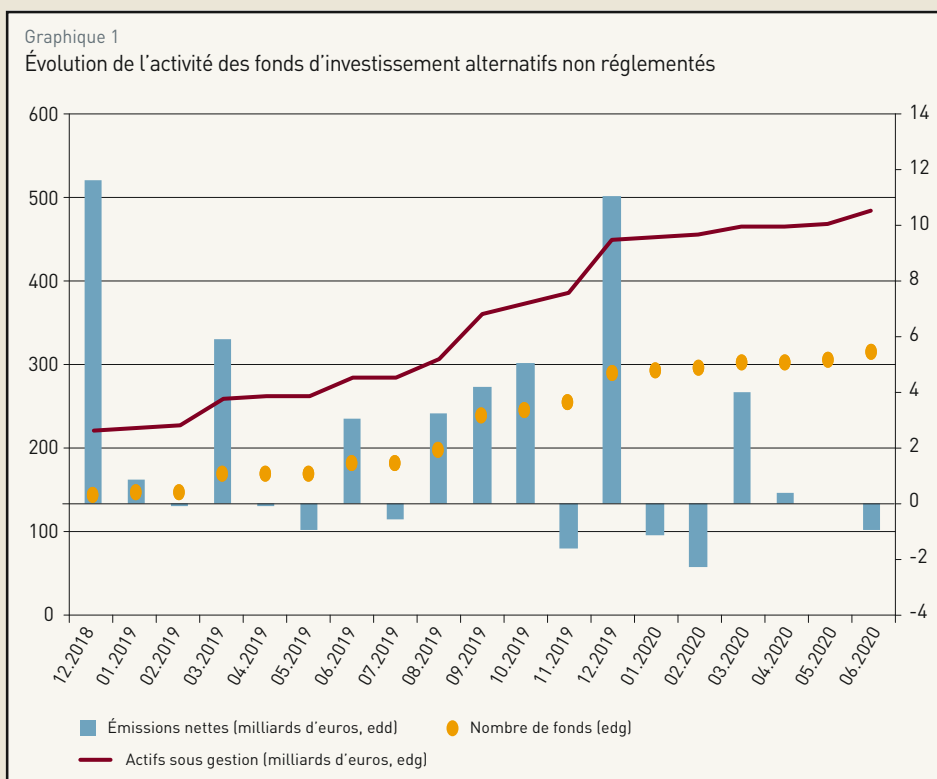
Le graphique 1 présente l'évolution du nombre de fonds, du montant des actifs sous gestion et des émissions nettes de parts des FIANR sur la période allant de décembre 2018 à juin 2020. L'activité des FIANR soumis à la collecte statistique de la BCL a augmenté de manière significative au cours de la période sous revue pour atteindre 167,9 milliards d'euros répartis entre 309 entités à la fin du mois de juin 2020. Les 20 fonds les plus importants représentaient environ 31 % des actifs sous gestion de cet échantillon. Par ailleurs, 56,1 % et 29,1 % de ces fonds étaient respectivement enregistrés sous le régime des SOPARFI et des FIAR, le reste des entités étant principalement constitué de simples *partnerships*.

L'activité des FIANR ventilée selon la politique d'investissement est présentée dans le graphique 2. Les fonds de *private equity*, qui investissent principalement dans les titres de participations des entreprises non cotées, représentent près d'un tiers de l'activité des FIANR qui entrent dans le champ de la collecte statistique de la BCL. En termes d'actifs sous gestion, la

25 Pour une présentation détaillée de l'activité des SOPARFI, voir le rapport du Comité du Risque Systémique « *Analysis on the shadow banking content of captive financial companies in Luxembourg* », avril 2017.

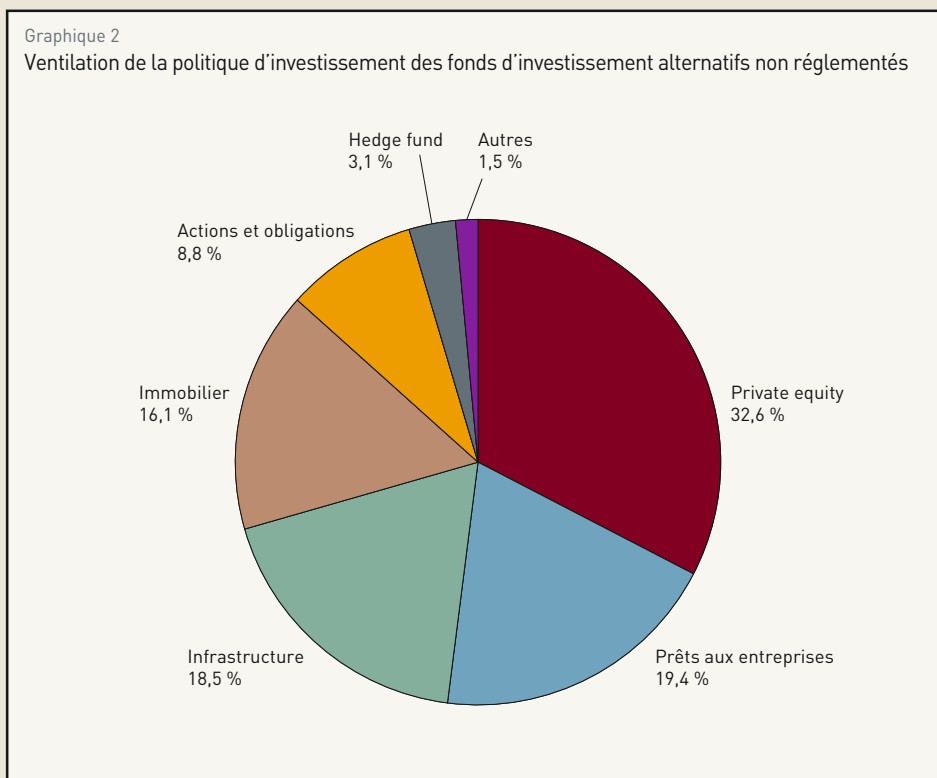
26 En décembre 2018, la CSSF a publié un rapport intitulé « *AIFM reporting dashboard* ». Cependant, le champ d'étude de ce rapport n'est pas le même puisque les statistiques qui y sont présentées portent sur l'ensemble des FIA (luxembourgeois et non luxembourgeois, réglementés et non réglementés) gérés par des GFIA luxembourgeois. L'analyse développée dans cet encadré se concentre sur les FIA non réglementés qui sont domiciliés au Luxembourg et soumis à la collecte statistique de la BCL, y compris ceux gérés par des GFIA non luxembourgeois.

Graphique 1
Évolution de l'activité des fonds d'investissement alternatifs non réglementés



Source : BCL

Graphique 2
Ventilation de la politique d'investissement des fonds d'investissement alternatifs non réglementés



Source : BCL

taille moyenne de ces fonds est supérieure à un milliard d'euros. Les fonds de prêt, qui sont spécialisés dans l'octroi et le rachat de crédits à des entreprises²⁷, arrivent en deuxième position, avec 19,4 % du montant total de l'activité des FIANR. Les fonds qui investissent dans des biens immobiliers et des projets d'infrastructure sont également des acteurs importants dans le paysage des FIANR, avec un encours des actifs sous gestion de respectivement 16,1 % et 18,5 % du total de ces fonds. De manière assez étonnante, près de 8,8 % de l'activité des FIANR porte sur des fonds qui investissent dans des actifs traditionnels (actions et obligations). La plupart de ces fonds est enregistrée en tant que FIAR et bénéficie ainsi des avantages procurés par ce régime en termes de délais de mise sur le marché et de frais de fonctionnement. Enfin, les *hedge funds* sont peu représentés au niveau des FIANR, avec seulement 3,1 % du montant total de l'activité de ces fonds. Cependant, ce résultat n'est guère surprenant étant donné que la majeure partie de l'activité des *hedge funds* domiciliés au Luxembourg est encadrée par la Directive OPCVM (*Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières*)²⁸.

27 Voir à ce sujet l'encadré du Bulletin BCL 2019 - 2 sur « L'activité des fonds de prêt au Luxembourg ».

28 Voir à ce sujet l'encadré du Bulletin BCL 2018 - 3 sur « Les *hedge funds* au Luxembourg ».

La composition du bilan agrégé des FIANR qui entrent dans le champ de la collecte statistique de la BCL est présentée dans le tableau 1. Avec un actif total de 202,9 milliards d'euros et une valeur nette d'inventaire de 167,9 milliards d'euros, les FIANR affichent un levier d'endettement élevé, à hauteur de 17,2 %. Cependant, ce chiffre doit être relativisé en raison de l'importance du montant des financements intragroupes.

Tableau 1 :

Composition du bilan des fonds d'investissement alternatifs

(encours en fin de période, milliards d'euros)

Dépôts et créances	21,7	Emprunts	26,5
dont dépôts bancaires	4,5	dont dette	6,9
dont créances sur des entreprises	3,9	dont repos et ventes à découvert	2,3
dont créances sur des AIFs	13,2	dont financement intra-groupe	17,3
Titres de créance	35,3		
dont obligations cotées	7,7		
dont titres non cotés	27,6		
Titres de participations	125,3	Valeur Nette d'Inventaire	167,9
dont actions cotées	4,9		
dont parts de fonds	31,5		
dont participations non cotées	88,9		
Actifs non financiers	11,7		
Autres actifs et instruments financiers dérivés	8,9	Autres passifs et instruments financiers dérivés	8,5
Total de l'actif	202,9	Total du passif	202,9

Source : BCL

Du point de vue de l'actif, les dépôts et créances représentent 10,7 % du total du bilan de ces fonds. De manière assez intéressante, le montant des créances sur les Autres Intermédiaires Financiers (AIF) est relativement élevé, ce qui illustre le fait que les FIANR utilisent largement des sociétés ad-hoc (*Special Purpose Vehicles*, SPV) pour cibler leur portefeuille d'actifs.

Le montant des détentions de titres de dette non cotés (35,3 milliards d'euros) et de participations dans des entreprises non cotées (125,3 milliards d'euros) reflète non seulement l'activité des fonds de dette privée et des fonds de *private equity*, mais également l'existence de ces structures à double niveau, qui impliquent le plus souvent des sociétés du secteur financier non bancaire luxembourgeois.

En effet, au niveau des titres de participation émis par des entreprises non cotées, l'essentiel des actifs du portefeuille porte sur des titres émis par des entités luxembourgeoises, avec un encours de près de 56,9 milliards d'euros. Le reste des positions inclut notamment des titres émis par des sociétés résidentes dans les autres pays de la zone euro (11,3 milliards d'euros) et aux États-Unis (10,8 milliards d'euros). En ce qui concerne les titres de dette non cotés, les pays émetteurs sont principalement le Luxembourg, les autres pays de la zone euro et la Grande-Bretagne, avec des montants respectifs de l'ordre de 17,1 milliards d'euros, 4,5 milliards d'euros et 3,5 milliards d'euros.

Les détentions de parts d'OPC sont également relativement élevées, à hauteur de 31,5 milliards d'euros, et reflètent, d'une part, l'activité des fonds de fonds, et d'autre part, l'existence de structures maître-nourricier²⁹. Les parts d'OPC détenues dans le portefeuille des FIANR sont quant à elles principalement émises par des entités résidentes dans les autres pays de la zone euro (10,1 milliards d'euros), au Luxembourg (9,6 milliards d'euros), et aux États-Unis (4,6 milliards d'euros). Enfin, les montants rapportés pour les actifs traditionnels (actions et obligations) et les actifs non financiers (principalement des détentions de biens immobiliers) atteignent respectivement 12,6 milliards d'euros et 11,7 milliards d'euros.

²⁹ 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.