

# Le centre financier de Luxembourg affiche une croissance continue dans tous les secteurs

**M**algré l'incertitude macroéconomique persistante liée à la crise du Covid-19, le secteur financier luxembourgeois a encore prouvé sa résilience tout au long de l'année 2021. L'emploi a continué de croître, les actifs sous gestion ont atteint des niveaux record et le Luxembourg a conservé son titre de premier centre de fonds ESG.

L'expertise transfrontalière du Luxembourg, sa stabilité économique et sa position de pionnier en matière de finance durable continuent d'en faire un centre financier international de premier plan au cœur de l'UE. 77 nouvelles entités y ont obtenu une licence d'exploitation au cours de l'année écoulée.

Une nouvelle banque s'est implantée au cours de l'exercice 2021. Trois sociétés de gestion, six entreprises d'investissement et sept réassureurs ont aussi été agréés par les deux régulateurs financiers du Grand-Duché. Le pays reste également attractif pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM). 41 AIFM ont été enregistrés selon le régime simplifié<sup>(1)</sup> et 11 nouveaux AIFM ont été agréés.

Concernant le bilan de l'année 2021, Nicolas Mackel (cf. portrait), CEO de Luxembourg for Finance, a déclaré : « L'incertitude persistante liée à la pandémie de Covid-19 a contraint les services financiers à s'adapter en permanence à des circonstances changeantes tout au long de l'année. Néanmoins, les acteurs basés au Luxembourg ont su montrer résilients et sont parvenus à accroître à la fois leurs actifs et leurs opérations. Le Luxembourg s'est imposé en tant que leader incontestable dans le domaine de la finance durable, non seulement grâce à l'expertise présente dans l'écosystème du Grand-Duché, mais aussi grâce à la volonté de tous les acteurs du pays qui ont compris la nécessité de reconstruire en mieux ainsi que le rôle que la finance jouera dans la mise en œuvre d'une reprise économique durable et équitable. Compte tenu de la volatilité croissante de l'économie et des marchés qui a caractérisé le dernier trimestre de 2021

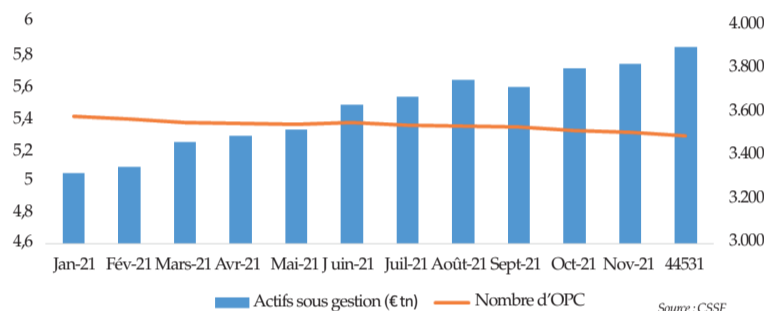


et le début de 2022, la stabilité et l'innovation du Luxembourg dans des domaines tels que les marchés privés et les paiements se sont avérées être un attrait considérable pour les entreprises internationales.»

## Croissance ininterrompue pour les fonds d'investissement

L'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement a connu une croissance quasi ininterrompue au cours de l'année 2021. Après avoir franchi la barre des 5.000 milliards d'euros en début d'année, les actifs sous gestion ont poursuivi leur progression pour atteindre 5.859,5 milliards d'euros à la fin de l'année, soit une augmentation de 17,8% (cf. graphique 1). Si la bonne tenue des marchés explique une part importante de cette augmentation, près de la moitié est due à l'afflux net d'argent frais, ce qui démontre une fois de plus l'attrait des fonds domiciliés au Luxembourg pour les investisseurs internationaux.

Graphique 1 : Actifs sous gestion dans les OPC luxembourgeois et nombre d'OPC



Les activités de private equity continuent aussi de progresser dans le pays, les actifs sous gestion des fonds de capital-investissement et de capital-risque augmentant d'un peu moins de 30% au cours de l'année 2021, passant de 190 milliards d'euros à 255 milliards d'euros.

## Luxembourg, hub de la finance durable

Le lancement de la Stratégie nationale pour la finance durable, en mars 2021, a marqué une nouvelle

étape dans la volonté du Grand-Duché de devenir un hub de la finance durable. Le pays est le plus grand centre mondial pour les fonds ESG avec 44% du total des actifs sous gestion des fonds ESG européens (article 8 et article 9) au terme du premier semestre 2021.<sup>(2)</sup>

Le Luxembourg Green Exchange, qui a célébré son cinquième anniversaire au cours de l'année, détient une part de marché mondiale de premier plan pour le listing des obligations durables, avec 1.234 obligations durables répertoriées fin décembre 2021, soit une hausse de 47% sur l'année (cf. graphique 2).

Au cours de l'année 2021, la Bourse de Luxembourg a aussi servi de rampe de lancement pour le plan de relance NextGenerationEU de l'UE en assurant l'émission de la première obligation de 20 milliards d'euros du plan en juin et de l'obligation verte de 12 milliards d'euros en octobre - la plus grande obligation verte jamais émise au niveau mondial.

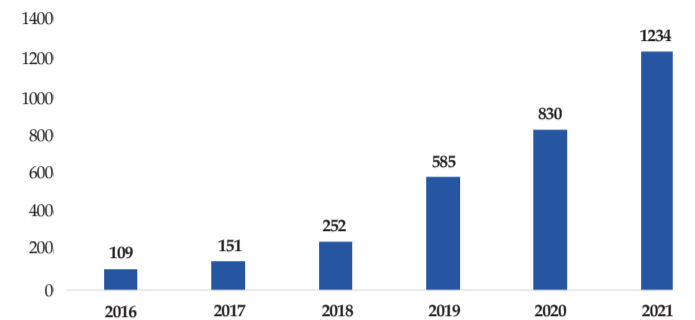
Au cours de l'année 2021, 560 obligations durables sont venues s'ajouter à la liste du LGX, pour un montant de 246 milliards d'euros.

À fin décembre 2021, LuxFLAG avait émis des labels pour 365 produits d'investissement, dont 282 labels ESG. Cela représente une augmentation de 13% des actifs gérés sous les labels LuxFLAG pour atteindre un total de 190 milliards d'euros. Vers la fin de l'année, l'agence de labellisation a également lancé un nouveau label pour les produits d'assurance durables, dont cinq ont déjà été délivrés.

## Le secteur bancaire poursuit sa consolidation

Ayant dû s'adapter rapidement aux opérations à distance, le secteur bancaire a très vite retrouvé un rythme normal. Dans le secteur de la banque privée, les actifs sous gestion ont poursuivi la trajectoire ascendante observée depuis la fin de la crise financière mondiale et s'élèvent désormais à 508 milliards d'euros, affichant un taux de croissance annuel moyen de 7% depuis 2008. Cette évolution

Graphique 2 : total des obligations durables listées sur le Luxembourg Green Exchange fin 2021



Source : Luxembourg Green Exchange - Les obligations durables incluent les obligations vertes, sociales, celles liées à la durabilité de manière générale et les sustainability linked-bonds

n'est pas seulement liée à la bonne performance des marchés financiers, mais aussi à l'injection d'argent frais dans les banques existantes au Grand-Duché et au transfert d'activités dans le contexte du Brexit.

Compte tenu de la tendance à la consolidation croissante, le nombre d'acteurs a été réduit de quatre unités. A fin 2021, 124 banques de 26 pays opéraient dans le pays. Mais l'année dernière a également vu Itau BBA Europe s'installer au Grand-Duché.

## Les primes d'assurance-vie connaissent une forte croissance

2020 a marqué un ralentissement de la croissance observée en 2019, en grande partie parce qu'un certain nombre de transferts liés au Brexit dans le secteur de la non-vie ont été conclus cette année-là. De plus, cette situation a été intensifiée par un effet Covid sur le secteur de l'assurance-vie, qui a vu les primes chuter. L'année 2021 a connu un rebond significatif, les primes d'assurance-vie ayant augmenté de 42,7% au cours des trois premiers trimestres de l'année. Les primes non-vie, qui n'ont pas subi la même baisse en 2020, ont continué sur leur lancée, enregistrant une hausse de 11,9%.

Malgré une baisse du nombre d'entités agréées, de 286 à 279, le secteur luxembourgeois de l'assurance reste robuste avec une progression des primes de 29,4%.

Source : Luxembourg for Finance

1) Lorsque leurs actifs sous gestion ne dépassent pas un certain seuil (100 millions d'euros avec effet de levier et 500 millions sans effet de levier), certains AIFM peuvent se contenter d'un enregistrement au lieu d'un agrément.  
2) PwC Luxembourg

## On the inflation of fund families

**S**tandard portfolio theory, which is at the core of standard so-called neo-classical capital market theory, presupposes that investors are rational. Broadly speaking, investors behave as if they were maximizing expected utility. This somewhat old Markowitz-Tobin framework, still constitutes the core of the asset management literature. It has disappointing predictions, however, as it predicts that investors should invest in globally diversified and similar portfolios.

This theoretical prediction is known as Tobin's mutual fund separation theorem. Of course, the prediction is not correct as most investors hold very different portfolios and financial advisors also recommend very differentiated portfolios to different investors, a phenomenon known as the asset allocation puzzle (Canner *et al.* (1997)). In order to understand the organization of the fund industry, further substance is warranted. More recently, the academic literature has provided a framework to analyse the value added and performance of investment funds.

The standard literature about the organization of the asset management industry is built on the assumptions of neo-classical rational equilibrium approaches promoted by (Berk and Green, 2004; Berk and Binsbergen, 2015; Berk and Binsbergen, 2016). Berk *et al.* (2017) add frictions to their models to explain that asset managers can add value by reallocating funds to different portfolio managers.

The authors themselves point out that in "a world with perfectly rational players, no information asymmetries, and no other frictions, the role of a mutual fund firm would be irrelevant because investors themselves would efficiently allocate their own capital among managers". This frictionless benchmark is what they call the "Coasian benchmark", which can

be viewed as some kind of Modigliani-Miller Theorem of the asset management industry. The Modigliani-Miller Theorem of the asset management industry is in a sense more fundamental than the Modigliani-Miller Theorem for Corporate Finance as the valuation models are built on equilibrium asset pricing models that assume standard neo-classical portfolio theory. The neo-classical framework can be questioned from many angles.

First, standard portfolio theory is built on very restrictive behavioural assumptions about investor behaviour. The behavioural economics literature largely documents deviation from the expected utility model. Markowitz (2014) himself argues that most utility functions support mean-variance utility functions, but also admits that this is not the case when investors exhibit probability weighting like in prospect theory. Or, currently prospect theory seems mostly accepted as a good representation of behaviour.

Second, even if the equilibrating mechanisms of the neo-classical framework seem at play, namely that alphas for bigger funds are in line with fees, the number of investment funds, especially within fund families, is inconsistent with the predictions of standard neo-classical capital market theory. Indeed, there should exist big diversified funds and especially there is no reason for an asset manager to provide differentiated funds within fund families.

It can be reasonably argued that the organizational aspects of the fund industry are at least partly due to behavioural aspects. In order to better understand, it is useful to distinguish the investment funds from their management companies, a distinction evident for a professional viewpoint but not much addressed in the academic literature.

It is important to realize that this introduces a delegation problem, where we have to distinguish between the management company, the portfolio managers and the small investors than can now be seen as

clients as they do not invest directly. This, however, changes the focus completely as the management companies then maximize profits using labour, amongst others portfolio managers, and are facing clients with different behavioural profiles or tastes.

This means that management companies, like any other type of companies, can and should use marketing approaches to increase their income. Behavioural features exhibited by "customers" can be "exploited" to increase management companies' profits. As most decision makers exhibit prospect theory behaviour it is quite likely that the flow-performance relationship of investment funds will also be impacted. Chang *et al.* (2016) analyse how the flow-performance relationship can be influenced by disposition effects. In a rational neo-classical framework, the flow performance relationship would be a linear function of abnormal performance.

The question is how to determine or estimate the abnormal performance. Even though there are more sophisticated asset pricing models such as the Carhart 4-factor model, most investors seem to use the alpha calculated from the CAPM. In reality, however, the flow-performance relationship faced by management companies is not linear but rather convex, which implies that investors (customers) tend to excessively invest when the performance is good but stay in the fund when performance is bad. To state it in another way, inflows are highly sensitive to positive abnormal performance, but outflows are not so sensitive to bad performance.

It can be argued that this asymmetry between inflows and outflows creates incentives for management companies to inflate the number of funds in fund families. In order to understand the mechanism, imagine a set of investment funds that are launched ex-ante and have similar types of riskiness. Even further, imagine that each fund is managed by a different asset manager and that none has specific skills. Imagine that the funds invest in similar investment universes. This im-

plies that future abnormal performance is a purely random draw from a distribution with average 0. Given the convexity of the flow-performance relationship, however, the existence of a star performing fund will attract huge inflows. If we view each fund's performance as a random path from the same ex-ante distribution, it can be shown that the more paths are drawn, the higher the likelihood to generate a high-performing path, just by luck. This means that the more funds are launched, just by the effect of randomness, the higher the probability to increase inflows the randomly star-performing funds.

In the fund industry, there is, of course, some differentiation between the different types of funds that are launched, but the differences between abnormal performances might not be as important. Interestingly, marketing and organizational strategies of asset management companies, of which the inflation of fund families are an instance, might then be of foremost importance to generate profits. Those types of topics, however, seem largely understudied in the academic literature.

Dr. Michel VERLAINE  
ICN Business School  
Michel.verlaine@icn-artem.com

## References

- Berk, J. and Green, R. (2004). Mutual Fund flows and performance in rational markets. *Journal of Political Economy* 112: 1269-1295.
- Berk, J. and Binsbergen, J. (2015) Measuring skill in the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics* 118: 1-20.
- Berk, J. and Binsbergen, J. (2016) Assessing asset pricing models using revealed preference. *Journal of Financial Economics* 119: 1-23.
- Berk, J., Binsbergen and Liu, B. (2017) Matching Capital with Labor. *Journal of Finance* 72(6): 2467-2504
- Canner, N., Mankiw, G. and Weil, D. (1997) An Asset Allocation Puzzle. *The American Economic Review* 87: 181-191.
- Chang, T., Solomon, D. and Westerfield, M. (2016) Looking for Someone to Blame: Delegation, Cognitive Dissonance and the Disposition Effect. *The Journal of Finance*, 71(1): 267-301.
- Markowitz, H. (2014) Mean-variance approximations to Expected Utility. *European Journal of Operational Research* 234: 346-355.