



FONDS SOUVERAIN INTERGENERATIONNEL
DU LUXEMBOURG

STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Stratégie d'investissement

La loi du 19 décembre 2014 relative à la mise en œuvre du paquet d'avenir institue le « Fonds souverain intergénérationnel du Luxembourg », un établissement public jouissant de la personnalité juridique placé sous l'autorité du ministre ayant les Finances dans ses attributions, ci-après le « Fonds ». La mission du Fonds consiste à réaliser une épargne dont les revenus pourront être utilisés, sous certaines conditions et dans certaines limites, pour contribuer au bien-être des générations futures.

A DUREE ET OBJECTIFS DE RENTABILITE A LONG TERME

Le Fonds a été créé pour une durée indéterminée et il dispose de l'autonomie financière. Il est alimenté par une dotation budgétaire annuelle d'au moins EUR 50 millions, à verser par l'Etat au plus tard le 30 avril de chaque année. Le montant d'EUR 50 millions est ajusté pour tenir compte des variations de l'indice des prix à la consommation national.

Le Gouvernement en Conseil peut décider, au plus tôt 20 ans après la date de constitution du Fonds, ou lorsque les avoirs du Fonds dépassent EUR 1 milliard, d'affecter au budget de l'État au maximum 50% des revenus dégagés par les avoirs du Fonds au cours de l'exercice précédent.

Le Fonds a donc un horizon d'investissement très long, d'autant plus que le capital, même au-delà de l'horizon de 20 ans ou après l'atteinte de la cible d'EUR 1 milliard reste intact et investi et que le Fonds est très peu soumis à des contraintes de distribution. La capacité de prise de risque du Fonds est ainsi élevée, notamment par rapport à des fonds soumis à des objectifs de rendement sur le court-moyen terme, respectivement à des contraintes plus fortes en termes de distribution des revenus ou du capital.

La gestion du Fonds devra prendre en compte deux objectifs de rendement sur le moyen terme, à savoir :

1 LE TAUX DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO

Le premier objectif de la gestion consiste à réaliser un rendement net (après frais) supérieur au taux de l'inflation de la zone euro, afin de préserver la valeur réelle de l'actif du Fonds.

Le Fonds se réfère au taux-cible d'inflation de la Banque centrale européenne qui est proche mais inférieur à 2% sur le moyen terme.

2 LE TAUX DE RENDEMENT A ECHEANCE D'UNE OBLIGATION DE L'ETAT LUXEMBOURGEOIS A 10 ANS

Le deuxième objectif de la gestion consiste à réaliser un rendement net (après frais) supérieur au coût de refinancement de l'Etat luxembourgeois sur les marchés de capitaux,

afin que l'opération de constitution du Fonds puisse être considérée comme financièrement rentable.

La rentabilité du Fonds est composée d'une part, de revenus sous forme de dividendes ou d'intérêts et d'autre part, de variations en capital qu'il convient de cumuler pour mesurer la variation nette de l'actif au prix de marché pour une période donnée.

La réalisation des objectifs de rentabilité est à apprécier sur le moyen et long terme. Sur une période d'observation de quelques mois, voire d'une ou plusieurs années, le Fonds peut sous-performer par rapport aux objectifs de rendement net précités et ses actifs peuvent afficher une performance négative, notamment dans un scénario de hausse des taux d'intérêt obligataires et/ou d'une baisse des indices boursiers mondiaux.

B LIMITES DE RISQUE ABSOLU

Comme mentionné précédemment, la capacité de prise de risque du Fonds est élevée. Grâce aux contributions annuelles, le Fonds peut d'autant plus faire face à des marchés volatils. En investissant à différents stades des cycles économiques, le Fonds bénéficie de l'effet de « moyenne » du prix d'achat de ses actifs, ce qui réduit la volatilité de la valeur de marché du capital investi.

Une mesure de risque très usuelle est celle de la « *Value at Risk* » (VaR), soit le pourcentage de perte en capital à ne pas dépasser sur un certain horizon avec un certain niveau de probabilité. Cette mesure sera appliquée pour déterminer l'allocation long terme des actifs du Fonds.

Le Fonds accepte une politique de gestion des investissements respectant les deux limites de risque suivantes en termes de VaR :

- que le Fonds ne puisse pas perdre plus de 12% sur 1 an avec 90% de probabilité
- que le Fonds ne puisse pas perdre plus de 20% sur 1 an avec 99% de probabilité

Ce niveau de risque est comparable ou inférieur à celui d'autres fonds souverains à finalité comparable.

C UNIVERS D'INVESTISSEMENT

Pendant la phase de lancement constituée des cinq premières années d'existence du Fonds et tant que la taille du Fonds est inférieure à EUR 250 millions, les investissements se limiteront aux 2 principales classes d'actifs que sont d'une part les obligations et d'autre part les actions. Le Fonds détiendra également de manière accessoire des liquidités, sous la forme de comptes à vue ou comptes à terme auprès d'un établissement de crédit ayant une notation supérieure à A auprès au moins de 2 des 3 principales agences de notation (Fitch, Moody's et S&P) ou d'ETFs avec une référence EONIA.

Au niveau de l'univers obligataire, le Fonds considère deux catégories :

1. les obligations, de notation « *investment grade* », libellées en EUR, représentées par l'indice Barclays Euro Aggregate Total Return Index Value Unhedged EUR (code Bloomberg LBEATREU) ; et
2. les obligations, de notation « *investment grade* », libellées en USD, représentées par l'indice Barclays US Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD (code Bloomberg LBUSTRUU), avec couverture du risque de change USD contre EUR à hauteur de 90% à 100% du montant nominal de la position libellée en USD.

Au niveau de l'univers boursier, le Fonds considère trois catégories :

1. les actions européennes, représentées par l'indice MSCI Daily Net Total Return Europe Euro (code Bloomberg MSDEE15N) ;
2. les actions des pays développés, représentées par l'indice MSCI Daily Total Return Net World USD (code Bloomberg NDDUWI) ; et
3. les actions des pays émergents, représentées par l'indice MSCI Daily TR Net Emerging Markets USD (code Bloomberg NDUEEGF).

Jusqu'à ce que le Fonds dépasse la taille d'EUR 250 millions, les investissements se limitent aux catégories les plus larges et plus liquides des deux principales classes d'actifs, tant en EUR qu'en USD. Sont entre autres exclues au cours de cette phase les classes d'actifs suivantes :

- les obligations, de notation « *investment grade* », libellées dans des devises autres que l'EUR et l'USD ;
- les obligations de notation « *speculative grade* » ou « *high yield* », par opposition aux obligations de notation « *investment grade* », ce qui implique que la dette souveraine de la plupart des pays émergents n'est pas considérée au niveau de l'allocation du Fonds ;
- les fonds alternatifs qui investissent entre autres en actifs non cotés et/ou illiquides, en particulier les « *hedge funds* », les fonds immobiliers et les fonds de type « *private equity* » ou « *commodity* ».

D ALLOCATION STRATEGIQUE ET SYSTEME DE LIMITES

Sur base des classes d'actifs éligibles précédemment décrites, le Fonds adoptera une stratégie d'investissement qui respectera *ex ante* les limites de risque absolu, telles que définies. L'allocation stratégique correspond à la structure optimale du portefeuille du Fonds compte tenu de ses objectifs et de la stratégie d'investissement et elle se traduit par des pondérations-cible attribuées à chaque classe d'actifs.

Comme les classes d'actifs ont des profils de rendement/risque différents et des coefficients de corrélation différents de l'unité, leurs prix n'évoluent généralement pas « de concert ». De

ce fait, le poids effectif de chaque classe d'actifs diffère progressivement de celui défini ci-après au niveau de l'allocation stratégique.

Il est souhaité par le Fonds que le poids effectif de chaque classe d'actifs évolue au sein d'un système de fourchettes prédéfini. La gestion du Fonds aura recours à deux fourchettes, l'une stratégique et l'autre « interne », d'amplitude plus faible que la fourchette stratégique. Le tableau ci-après reprend les bornes inférieures et supérieures de ces deux fourchettes.

Aucune proposition de transaction de la part du Comité d'Investissement (CI) n'est effectuée tant que les poids effectifs des classes d'actifs évoluent à l'intérieur des fourchettes « internes ». Le CI peut proposer des ajustements, tant que les poids relatifs des classes d'actifs évoluent à l'intérieur des fourchettes stratégiques, mais au-delà des bornes relatives à la fourchette interne. Toute proposition de transaction du CI devra rapprocher le poids effectif de cette classe d'actifs de son allocation stratégique.

Par contre, dès qu'une classe d'actifs passe en dehors de sa fourchette stratégique, le CI doit soumettre une proposition de transactions qui remet le poids de cette classe d'actifs à l'intérieur de sa fourchette « stratégique ».

ALLOCATION STRATEGIQUE

Le tableau ci-après présente sur base des classes d'actifs éligibles, trois portefeuilles qui font état d'un couple rendement-risque de plus en plus élevé du 1^{er} (A) au 3^e (C), en raison d'une allocation plus importante sur la classe d'actifs des actions. Le portefeuille A fait l'impasse sur les pays émergents.

Classe d'actifs	Portefeuille A	Portefeuille B	Portefeuille C
Liquitiés	3%	3%	3%
Obligations	57%	47%	37%
<i>dont Euro Aggregate Total Return</i>	<i>29%</i>	<i>24%</i>	<i>19%</i>
<i>dont US Aggregate TR (hedged)</i>	<i>28%</i>	<i>23%</i>	<i>18%</i>
Actions	40%	50%	60%
<i>dont MSCI World (Developed W.) TR</i>	<i>25%</i>	<i>30%</i>	<i>35%</i>
<i>dont MSCI Europe TR</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>18%</i>
<i>dont MSCI Emerging Markets TR</i>	<i>0%</i>	<i>5%</i>	<i>7%</i>
Total	100%	100%	100%
Performance anticipée	2,80%	3,20%	3,50%
VaR 1 an à 90%	9,80%	11,20%	13,60%
VaR 1 an à 99%	18,10%	19,90%	20,60%

Parmi les trois portefeuilles, le portefeuille A apparaît le plus adéquat compte tenu de son caractère défensif qui peut paraître plus adapté pendant la phase de lancement.

SYSTEME DE FOURCHETTES

Pour le portefeuille A, les fourchettes stratégiques et internes sont de +/- 10% et de +/- 5% par rapport à l'allocation stratégique à long terme.

Classe d'actifs	Borne stratégique basse	Borne interne basse	Portefeuille	Borne interne haute	Borne stratégique haute
Liquidités			3%		
Obligations	47%	52%	57%	62%	67%
Actions	30%	35%	40%	45%	50%

Toute allocation d'une dotation nouvelle au Fonds ou réallocation d'actifs s'effectuera dans le respect des fourchettes et des mécanismes y relatifs décrits précédemment et dans un délai maximum de trois mois.

E CHOIX DES INSTRUMENTS FINANCIERS

Afin de mettre en œuvre l'allocation stratégique décrite précédemment, le Fonds n'a pas recours à des mandats de gestion, mais à des fonds d'investissement gérés selon les principes de la gestion passive (par rapport au *benchmark* du fonds), donc majoritairement des ETFs et de manière accessoire des OPCVM qui ne sont pas des ETFs (ci-après, les « OPCVM-non ETF », ayant une liquidité journalière. L'investissement en produits passifs de type « ETF » est approprié pour leur facilité de gestion, pour leur liquidité, pour leur transparence, pour leur efficacité en termes de « *tracking* » d'une classe d'actifs et pour leur avantage de coût.

Le CI propose de sélectionner des ETFs, qui représentent les classes d'actifs décrites sous le point C, en vertu des critères suivants :

1. Parts d'ETFs, « long » et sans levier, répliquant, avec un bêta égal à l'unité, leur indice de référence, sachant que les indices répliqués sont détaillés sous le point C
2. Parts d'ETF libellés en EUR, sauf pour la classe d'actifs des obligations libellées en USD, positions qui requièrent une couverture du risque de change EUR/USD dédiée
3. Taille de l'ETF au moins égale à 10 fois la taille de la position, ce qui implique donc une taille d'au moins EUR 100 millions pour une position d'EUR 10 millions
4. Préférence aux parts de capitalisation (par rapport aux parts de distribution)
5. Préférence à la fourchette « bid-ask » moyenne la plus faible au sein de l'échantillon

6. Préférence à la « tracking error » la plus faible sur base de la VNI officielle de l'ETF
7. Préférence aux ETFs qui sont agréés en tant qu'OPCVM (ISIN commençant par LU, IE ou FR). L'investissement dans des ETFs qui ne sont pas agréés en tant qu'OPCVM n'est autorisé que si ces ETFs offrent des garanties équivalentes aux OPCVM en matière de surveillance et de protection des investisseurs.

Ad point 1. Notons que la méthode de réplication ne joue aucun rôle au niveau des critères de sélection. Pour rappel, ces méthodes sont les suivantes :

- Pleinement à travers des positions cash ayant des poids relatifs identiques à ceux de de l'indice sous-jacent,
- optimisée, notamment pour la classe d'actifs obligataire, ou
- synthétique via des *swaps* de type « total return » où la performance du portefeuille de l'ETF est échangée contre celle de l'indice sous-jacent à l'ETF.

Ad point 7. Du fait que le nombre d'ETFs éligibles pour les catégories détaillées ci-avant est relativement restreint, l'investissement dans des ETFs qui ne sont pas agréés en tant qu'OPCVM est autorisé sous certaines conditions. Certes la majorité des investissements éligibles revêt le format OPCVM, mais le choix de la classe d'actifs des obligations libellées en USD requiert l'autorisation d'ETFs qui tombent sous la législation américaine.

Au cas où l'allocation stratégique ne peut plus être effectuée par le biais d'investissements en ETFs, en raison des trois premiers critères de sélection, le CI peut proposer au comité directeur du Fonds des OPCVM-non ETF qui satisfont les critères suivants :

1. Taille de l'OPCVM supérieure à 20 fois la taille de la position
2. VNI par part, libellée en EUR, quotidienne (sauf pour la classe d'actifs des obligations libellées en USD qui requiert une couverture du risque de change), ce qui implique une liquidité journalière
3. Disponibilité d'un historique de VNI par part sur une période d'au moins 5 ans
4. Couple de rendement-risque adéquat qui se traduit par un rating Morningstar d'au moins 4 étoiles à 3 ans et à 5 ans
5. Performance de la VNI par part supérieure ou égale à celle de l'indice de référence sur les 5 dernières années, cet indice étant défini à la page précédente pour chaque catégorie
6. Performance supérieure ou égale au 70^e centile des performances du « peer group » Morningstar pendant 3 des 5 dernières années
7. Préférence aux parts de capitalisation (par rapport aux parts de distribution)

Le Fonds ne doit pas investir plus de 15% de ses actifs dans un même ETF ou OPCVM-non ETF.

Les positions de la classe d'actifs des obligations libellées en US sont à couvrir à hauteur de 90% à 100% de leur valeur nominale contre le risque de change. Pour les autres classes d'actifs, un éventuel risque de change n'est pas à couvrir systématiquement.

S'appuyant sur les rapports produits par l'Agent bancaire du Fonds et sur d'autres sources, le CI effectue trimestriellement un rapport sur les évolutions de marché et un rapport de portefeuille sur la performance et ses contributions.

ETF

Les ETFs sont des fonds répliquant la performance d'un indice. Ils s'échangent comme des actions ordinaires sur le marché de la bourse.

ETF signifie *Exchange-Traded Fund*, encore appelé « *Index Tracker* » ou fonds indiciel coté. Les ETFs sont souvent agréés en tant qu'OPCVM (« organisme de placement collectif en valeurs mobilières ») sous la législation européenne ; ils reproduisent un indice monétaire, obligataire, boursier ou autre, parfois une stratégie d'investissement, et ils sont négociables en bourse.

FONDS ALTERNATIFS

« Fonds alternatifs » signifie « fonds spéculatifs », « fonds d'arbitrage », « fonds de couverture », ou « *hedge funds* ». N'étant pas aussi réglementés que les OPCVM européens, ces fonds ne peuvent être distribués au grand public et sont réservés à la catégorie des investisseurs institutionnels ou aux grandes fortunes. D'un point de vue juridique, depuis la directive AIFM, la gestion alternative comprend les *hedge funds*, mais aussi les fonds immobiliers, de dette, de type *private equity* et *commodity*.

INDICE MSCI WORLD

L'indice MSCI World est un indice boursier qui mesure la performance boursière des marchés actions développés des 23 pays développés suivants : Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Hong Kong, Irlande, Israël, Italie, Japon, Pays-Bas, Nouvelle Zélande, Norvège, Portugal, Singapour, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni et Etats-Unis.

INDICE MSCI EUROPE

L'indice MSCI Europe est un indice boursier qui mesure la performance boursière des marchés actions développés des 15 pays européens suivants : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, et le Royaume-Uni.

INDICE MSCI PAYS ÉMERGEANTS

L'indice MSCI pays émergents est un indice boursier qui mesure la performance boursière des marchés actions émergents des 23 pays suivants : Brésil, Chili, Chine, Colombie, République Tchèque, Egypte, Grèce, Hongrie, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Qatar, Russie, Afrique du Sud, Taiwan, Thaïlande, Turquie et Emirats Arabes Unis.

INVESTMENT GRADE ET SPECULATIVE GRADE

« *Investment grade* » et « *speculative grade* » sont des notions issues de la notation financière de toute dette par une agence de rating (comme Fitch, Moody's ou S&P). La

notation est l'appréciation du risque de solvabilité financière d'un débiteur (institution supranationale, État souverain, établissement de crédit ou autre institution financière, société commerciale ou industrielle, ...). Tout instrument de dette dont la notation est comprise entre AAA et BBB- (ou équivalent) est qualifié d'*investment grade* et tout instrument de dette dont la notation est inférieure à BBB- est qualifié de *speculative grade* ou *high yield*. Les notations des instruments de financement à moyen (plus d'un an) ou long terme (10 ans ou plus) vont de AAA (triple A), qualité de crédit la plus élevée, à D, défaut de paiement constaté ou imminent.

OPCVM

Un OPCVM est un organisme de placement collectif en valeurs mobilières soumis à la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

PRIVATE EQUITY

« *Private equity* » est le terme anglo-saxon pour le capital-investissement qui concerne généralement l'investissement dans des sociétés non cotées en bourse. Le capital-investissement se décline sous plusieurs formes :

- le capital-risque pour financer le démarrage de nouvelles entreprises.
- le capital-développement pour financer le développement de l'entreprise.
- le capital-transmission ou LBO destiné à accompagner la transmission ou la cession de l'entreprise.
- le capital-retournement pour aider au redressement d'une entreprise en difficulté.

SPREAD OU BID/ASK

Le « spread » ou le « bid/ask » signifie la différence entre l'offre d'achat la plus faible et le prix de vente le plus élevé.

« *Bid / ask* » ou « *spread bid-offer* » (avec *bid* = offre et *ask* = demande) sont les termes employés sur les marchés financiers pour désigner le prix auquel les intervenants vendent / achètent des actifs.

TRACKING ERROR

Un *tracking error* est un indicateur mesurant à quel point l'ETF réplique la performance de l'indice.

Tracking error signifie erreur de réplification. Il s'agit d'une mesure de risque utilisée en indicielle et d'un point de vue mathématique, c'est l'écart type calculé sur la série historique des différences entre la performance journalière du portefeuille indiciel et celle de son indice de référence, également appelé *benchmark*. En pratique, aucun fonds ne peut parfaitement reproduire les rendements journaliers de son indice de référence.

VAR

La *Value at Risk* (VaR) d'un portefeuille donne une estimation des pertes qui ne devrait pas être dépassée par rapport au seuil de confiance défini ci-après, sauf événement extrême sur un portefeuille, composé de différentes classes d'actifs et la mesure dépend essentiellement de trois paramètres :

- la **distribution** des résultats du portefeuille, qui peut découler d'un modèle statistique (comme la loi normale) ou d'observations empiriques historiques. La difficulté réside dans la taille de l'échantillon historique (trop petit, les probabilités de pertes élevées sont peu précises, et trop grand, la cohérence temporelle des résultats est perdue) ;
- le seuil de **confiance** (95 ou 99 %), c'est-à-dire la probabilité que les pertes du portefeuille ne dépassent pas la *Value at Risk* ;
- l'**horizon temporel**, plus l'horizon est long plus les pertes peuvent être importantes. Par exemple, pour une distribution normale des rendements, il faut multiplier la *Value at Risk* à un jour par \sqrt{t} pour avoir la *Value at Risk* sur t jours.