



**HAL**  
open science

# Compétitivité et attractivité des places financières internationales : application à l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg

Koffi Jean-Marie Yao

► **To cite this version:**

Koffi Jean-Marie Yao. Compétitivité et attractivité des places financières internationales : application à l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg. Economies et finances. Université de Strasbourg, 2012. Français. NNT : 2012STRAB015 . tel-00842878

**HAL Id: tel-00842878**

**<https://theses.hal.science/tel-00842878>**

Submitted on 9 Jul 2013

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Ecole Doctorale Augustin Cournot

**COMPETITIVITE ET ATTRACTIVITE DES PLACES  
FINANCIERES INTERNATIONALES:  
APPLICATION A L'INDUSTRIE DES FONDS  
D'INVESTISSEMENT AU LUXEMBOURG**

**Thèse**

Pour obtenir le grade de  
Docteur de l'Université de Strasbourg  
Discipline : Sciences Economiques

**Jean-Marie YAO**

Soutenue publiquement le 15 juin 2012

**Directeur de Thèse**

Dr. Régis BLAZY, Professeur à l'Université de Strasbourg

**Composition du Jury**

Dr Régis BLAZY

Professeur, Université de Strasbourg

Dr Michel BOUTILLIER

Professeur, Université Paris Ouest Nanterre

Dr Joël METAIS

Professeur, Université Paris Dauphine

Dr Laurent WEILL

Professeur, Université de Strasbourg, Président du Jury



## Remerciements

A Monsieur le **Professeur Régis BLAZY**, Professeur des universités, Professeur à l'Université de Strasbourg, Directeur de cette thèse. Je le remercie d'avoir accepté de diriger ce travail et de m'avoir guidée de ses précieux conseils.

Aux Professeurs, **Michel BOUTILLIER**, **Joël METAIS** et **Laurent WEILL** qui me font l'honneur de faire partie de mon jury.

A Monsieur le **Professeur Aimé SCANNAVINO**, Professeur à Université Panthéon-Assas, pour ses conseils au début de la thèse.

A l'**Honorable Benoit FAYOT et Madame**, Député, Président de Groupe Parlementaire à Luxembourg, acteur infatigable de l'ouverture internationale du système éducatif luxembourgeois. Je les remercie de m'avoir guidé dans mes pas dans la culture luxembourgeoise.

A **Monsieur Pierre Etienne**, Administrateur délégué de Pictet & Cie (Europe) SA, la banque du groupe Pictet dans l'Union européenne, à Luxembourg.

Aux associations **The Evelyn Brust Financial Research and Education Foundation**, **The Investment Management Consultants Association (IMCA<sup>®</sup>)**, et **The Financial Management Association International (FMA)**, pour l'honneur qui m'a été faite de recevoir le 3e prix mondial du "Best dissertation proposal in topics relevant to Investments and topics related to Investment Consulting" en 2005, et du financement qui s'en est suivit. Ledit financement m'a permis de mener à bien l'étude statistique auprès des professionnels de fonds.

A tous les **professionnels de la place luxembourgeoise** qui ont participé à l'enquête statistique.

Aux participants des 23e, 24e et 25e Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire du **GdR "Monnaie Banque Finance"**, à ceux du Congrès Internationale 2007 de l'**Association Française de Finance** et du **Financial Management Association International 2005 European Meeting**, pour leurs critiques et suggestions sur des parties de cette thèse

Aux écoles et universités qui m'ont construit, notamment, l'**Université de Strasbourg**, l'**École Nationale de la Statistique et de l'Administration Economique (ENSAE)**, l'**Université Panthéon Assas (Paris II)** et à l'**École Nationale supérieure de Statistique et d'Economie Appliquée (ENSEA)**

Ma gratitude s'adresse à tous ceux qui ont participé d'une manière ou d'une autre à l'amélioration de ce manuscrit.

Finalement, A mes parents et à toute la famille YAO

*A ma mère, Anne-Marie Amenan YAO, née DIOMANDE  
A mon père, Raymond Konan YAO*



## TABLE DES MATIÈRES

<b>I Centres financiers et concurrence des nations</b>	<b>26</b>
<b>CHAPITRE 1. DE LA COMPÉTITIVITÉ À L'ATTRACTIVITÉ D'UN TERRITOIRE</b>	<b>32</b>
1.1. Le cadre d'analyse du concept d'attractivité . . . . .	35
1.1.1. Une définition de l'attractivité . . . . .	35
1.1.2. Les dynamiques d'agglomération et de dispersion . . . . .	41
1.2. Quelques outils théoriques d'analyse . . . . .	45
1.2.1. La théorie du commerce international . . . . .	45
1.2.2. La nouvelle économie géographique . . . . .	47
1.2.3. La théorie de l'économie industrielle . . . . .	49
1.3. Quelques implications de politiques économiques . . . . .	51
1.3.1. La concurrence fiscale . . . . .	51
1.3.2. L'importance des institutions . . . . .	53
<b>CHAPITRE 2. LES INDICES DE COMPÉTITIVITÉ ET D'ATTRACTIVITÉ . . . . .</b>	<b>58</b>
2.1. Les indices d'attractivité . . . . .	60

2.1.1.	L'Indice des Entrées Potentielles (CNUCED) . . . . .	61
2.1.2.	L'Indice des Sorties Effectives (CNUCED) . . . . .	64
2.1.3.	L'Indice des Entrées Effectives (CNUCED) . . . . .	67
2.2.	Les indices de compétitivité . . . . .	70
2.2.1.	Le " <i>Growth Competitiveness Index</i> " (FEM) . . . . .	71
2.2.2.	Le " <i>Business Competitiveness Index</i> " (FEM) . . . . .	72
2.2.3.	Le " <i>Global Competitiveness Index</i> " (FEM) . . . . .	72
2.2.4.	L'indice de Compétitivité Global (IMD) . . . . .	76
2.3.	Les autres indices . . . . .	79
2.3.1.	Le " <i>Globalization Index</i> " (A.T. Kearney) . . . . .	80
2.3.2.	Le " <i>Confidence Index</i> " (A.T. Kearney) . . . . .	82
2.3.3.	L'Indice de Liberté Economique (Heritage) . . . . .	85
2.3.4.	Le " <i>Doing Business</i> " (Banque Mondiale) . . . . .	89
<b>CHAPITRE 3. LA THÉORIE DES CENTRES FINANCIERS INTERNATIONAUX . .</b>		<b>93</b>
3.1.	Les centres financiers : définition et typologie . . . . .	95
3.1.1.	Une abondance de définitions . . . . .	95
3.1.2.	La typologie des centres financiers . . . . .	96
3.2.	Théorie de la formation . . . . .	100



3.2.1. La théorie économique . . . . .	100
3.2.2. La vision de l'économie géographique . . . . .	102
3.3. Les déterminants de l'émergence d'une place financière . . . . .	104
3.3.1. L'émergence d'une place financière . . . . .	104
3.3.2. Une typologie des facteurs d'émergence . . . . .	109

## **II Centres financiers et fonds d'investissement 123**

### **CHAPITRE 4. LES RELATIONS INVESTISSEURS-GÉRANTS . . . . . 132**

4.1. Le cadre d'analyse . . . . .	135
4.1.1. Les hypothèses d'analyse . . . . .	136
4.1.2. Le profil de l'investisseur . . . . .	138
4.1.3. Un modèle de comportement des investisseurs . . . . .	142
4.1.4. La fonction d'utilité des investisseurs . . . . .	143
4.1.5. La détermination des proportions d'actifs . . . . .	146
4.2. Le comportement des gérants face aux attentes des investisseurs . . . . .	149
4.2.1. Le modèle de comportement des gérants . . . . .	149
4.2.2. La concurrence et le niveau de risque . . . . .	153
4.2.3. La recherche d'équilibres . . . . .	155

4.3.	L'analyse des profils et des stratégies . . . . .	159
4.3.1.	La différence de profils . . . . .	159
4.3.2.	L'équilibre en stratégies . . . . .	164
4.3.3.	Proposition d'une analyse schématique . . . . .	167
<b>CHAPITRE 5. LA FRAGMENTATION DE L'ACTIVITÉ DANS LES FONDS . . . . .</b>		<b>171</b>
5.1.	Quelques grandes évolutions de l'industrie des fonds . . . . .	173
5.1.1.	L'activité de domiciliation . . . . .	173
5.1.2.	L'activité de distribution . . . . .	176
5.2.	L'environnement économique étudié . . . . .	179
5.2.1.	Le choix des sites de distribution . . . . .	180
5.2.2.	Les taxes sur la production . . . . .	181
5.3.	Attractivité des places . . . . .	184
5.3.1.	Taille de marché . . . . .	184
5.3.2.	Le "bien-être" . . . . .	185
5.4.	Recherche d'équilibres . . . . .	189
5.4.1.	Les barrières d'entrée . . . . .	189
5.4.2.	Les conditions de marché . . . . .	191

### **III Les fondements de l'émergence de l'industrie luxembourgeoise des fonds** **206**

CHAPITRE 6. L'ÉCONOMIE DES FONDS D'INVESTISSEMENT . . . . .	<b>217</b>
6.1. Structuration d'un fonds au Luxembourg . . . . .	219
6.1.1. L'autorité de contrôle . . . . .	221
6.1.2. Les sociétés de gestion et promoteurs . . . . .	222
6.1.3. L'administrateur central . . . . .	223
6.1.4. La banque dépositaire . . . . .	223
6.1.5. Les auditeurs - réviseurs . . . . .	224
6.2. Les ambitions des firmes luxembourgeoises de fonds. . . . .	226
6.3. Les acteurs du développement . . . . .	228
6.3.1. Les acteurs institutionnels . . . . .	232
6.3.2. Les acteurs privés . . . . .	234
6.4. Les implications économiques . . . . .	240
6.4.1. Les acteurs de la collecte de fonds . . . . .	240
6.4.2. Les externalités économiques . . . . .	247
6.5. La fragmentation vue par les professionnels . . . . .	251
6.5.1. La localisation des gérants de fonds d'investissement . . . . .	251

6.5.2.	La domiciliation de fonds . . . . .	254
6.5.3.	La distribution européenne de fonds . . . . .	258
CHAPITRE 7. DÉLOCALISATION ET ATTRACTIVITÉ DANS L'INDUSTRIE DES FONDS. . . . .		<b>264</b>
7.1.	Les stratégies de localisation et l'industrie européenne . . . . .	266
7.1.1.	Les intérêts pour la délocalisation . . . . .	266
7.1.2.	Les raisons de la localisation multiple dans l'industrie des fonds	270
7.2.	Le développement des places financières de fonds . . . . .	275
7.2.1.	Les principaux facteurs d'attractivité . . . . .	275
7.2.2.	Les coûts déterminants de l'attractivité d'une place financière de domiciliation . . . . .	291
7.3.	L'attractivité de la place luxembourgeoise. . . . .	295
7.3.1.	Les facteurs d'attractivité . . . . .	295
7.3.2.	L'attractivité et la compétitivité de la place . . . . .	300
CHAPITRE 8. FONDS D'INVESTISSEMENT ET ÉCONOMIE LUXEMBOURGEOISE		<b>306</b>
8.1.	Quelques éléments théoriques sur les IDE . . . . .	308
8.1.1.	Des définitions . . . . .	308
8.1.2.	Les déterminants théoriques . . . . .	313

8.1.3.	Une mesure des investissements directs étrangers . . . . .	315
8.2.	Une approche empirique . . . . .	316
8.2.1.	Les sources de données . . . . .	316
8.2.2.	Le modèle d'analyse . . . . .	319
8.3.	Les estimations de variables financières . . . . .	323
8.3.1.	Les IDE Entrants et Sortants . . . . .	323
8.3.2.	Les résultats nets pour les banques investies . . . . .	330
8.3.3.	Les bénéfices réinvestis pour les banques investies . . . . .	331
8.3.4.	Les dividendes versés à l'étranger pour les banques investies . . . . .	332
8.4.	Les estimations des variables sur les OPC . . . . .	334
8.4.1.	Le nombre d'OPC Luxembourgeois . . . . .	334
8.4.2.	Les actifs nets des OPC Luxembourgeois . . . . .	335
8.4.3.	L'émission nette d'OPC Luxembourgeois . . . . .	336
8.4.4.	La valeur ajoutée par l'activité OPC au Luxembourg . . . . .	337
8.5.	Estimations des variables économiques . . . . .	339
8.5.1.	Le personnel travaillant pour l'industrie des fonds . . . . .	339
8.5.2.	Le revenu généré par l'activité OPC au Luxembourg . . . . .	342
8.5.3.	La contribution des OPC aux recettes fiscales luxembourgeoises . . . . .	343

## Liste des illustrations

Graphique	1.1.2.1	: Diagramme de Tomahawk: Equilibres multiples de localisation
Tableau	2.1.1.1	: Sélection de pays selon l'indice des IEP
Tableau	2.1.2.1	: Sélection de pays selon l'indice des ISE
Tableau	2.1.3.1	: Sélection de pays selon l'indice des IEE
Graphique	2.2.3.1	: Global Competitiveness Index" (FEM), évolution 2010/2011
Tableau	2.2.3.2	: Classement du "Global Competitiveness Index" du FEM, 2006-2011
Graphique	2.2.4.1	: Indice de Compétitivité globale - IMD : Rang en 2011 et (2010)
Tableau	2.3.1.1	: Globalization Index (A.T. Kearney) - 2007
Tableau	2.3.2.1	: A.T. Kearney FDI Confidence Index, 2012
Tableau	2.3.3.1	: L'Indice de Liberté Economique 2012 (Heritage) - Carte européenne
Tableau	2.3.4.1	: Indice de Facilité de Faire des Affaires (Banque Mondiale) - 2011, OCDE
Tableau	I.P.2.1	: Répartition géographique des actifs sous gestion dans l'industrie européenne des fonds
Graphique	I.P.2.2	: Schématisation de l'utilisation des places financières
Graphique	I.P.2.2	: Schématisation d'analyse
Graphique	4.2.1.1	: Schématisation des profils d'investisseurs
Graphique	4.3.3.1	: Analyse schématique des choix d'investissement
Tableau	5.1.1.1	: Taux de croissance des actifs sous gestion des fonds d'investissement (%)
Graphique	4.3.3.1	: Analyse schématique des choix d'investissement
Graphique	5.1.1.2	: Evolution des actifs sous gestion dans l'industrie des fonds d'investissement (trillions EUR)
Tableau	5.1.2.1	: Répartition du nombre de fonds des principales places européennes
Graphique	C.P.2.1	: Illustration de la spécialisation des places financières de fonds
Graphique	C.P.2.2	: Hiérarchisation des places selon la taille

Tableau	I.P.3.1	: Echantillon de l'enquête (Septembre 2006)
Tableau	6.1.0.1	: Récapitulatif des lois régissant l'industrie luxembourgeoise des OPC
Graphique	6.1.0.2	: Les sociétés de gestion: FCP vs. SIVAV
Graphique	6.1.0.3	: Les acteurs de l'industrie des OPC
Graphique	6.2.0.1	: Répartition des firmes selon les ambitions
Tableau	6.3.0.1	: Les acteurs prioritaires pour le développement d'une place financière de fonds d'investissement
Graphique	6.3.0.2	: Analyse factorielle des acteurs du développement d'une place financière d'OPC
Graphique	6.3.0.3	: Typologie des acteurs du développement d'une place financière d'OPC
Graphique	6.3.2.1	: Évolution de l'emploi salarié au Luxembourg (milliers de personnes)
Graphique	6.4.1.1	: Analyse factorielle des acteurs de la collecte de fonds
Graphique	6.4.1.2	: Classement des acteurs de la collecte de fonds
Tableau	6.4.1.3	: Perspectives futures et évolutions passées du rôle des principaux acteurs de la collecte
Graphique	6.4.2.1	: Analyse factorielle du degré d'outsourcing dans les OPC
Graphique	6.4.2.2	: Le degré d'outsourcing dans les OPC
Graphique	6.5.1.1	: Les principaux pays de localisation des gérants en Europe
Graphique	6.5.1.1	: Les principaux pays de domiciliation de fonds en Europe
Tableau	6.5.2.2	: Répartition du nombre de fonds en Europe
Graphique	6.5.1.1	: Les principaux pays de distribution de fonds en Europe
Tableau	6.5.3.2	: Fonds UCITS domestiques et internationaux (2006)
Graphique	7.1.1.1	: Analyse factorielle de l'intérêt de la délocalisation
Graphique	7.1.1.2	: Intérêt de la délocalisation
Graphique	7.1.1.1	: Analyse factorielle des raisons de la localisation multiple
Graphique	7.1.1.1	: Les raisons de la localisation multiple
Tableau	7.2.1.1	: Les principaux facteurs d'attractivité d'une place financière de fonds d'investissement
Graphique	7.2.1.2	: Les facteurs d'attractivité (Analyse factorielle)
Graphique	7.2.1.3	: Les facteurs d'attractivité (Approche statistique)
Tableau	7.3.1.1	: Les facteurs d'attractivité de la place luxembourgeoise des fonds (Résultats)
Tableau	7.3.1.2	: Les facteurs d'attractivité de la place luxembourgeoise des fonds (Analyse factorielle)
Tableau	7.3.1.3	: Les facteurs d'attractivité de la place luxembourgeoise des fonds (Analyse statistique)
Tableau	7.3.2.1	: Attractivité et compétitivité du Luxembourg (Analyse factorielle)
Tableau	7.3.2.1	: Attractivité et compétitivité du Luxembourg (Analyse statistique)
Tableau	7.C.1.1	: Récapitulatif d'attractivité globale vs. attractivité du Luxembourg

Tableau	8.1.1.1	: Les différentes formes d'investissements directs vers l'étranger [BOS04]
Tableau	8.2.1.1	: Liste des variables d'étude
Tableau	8.2.2.1	: Analyse de corrélation des variables
Tableau	8.2.2.2	: Meilleures estimations des IDE entrants dans le secteur bancaire Luxembourgeois
Tableau	8.2.2.3	: Meilleures estimations des IDE sortants du le secteur bancaire Luxembourgeois
Tableau	8.3.1.1	: Sociétés de gestion et promoteurs au Luxembourg
Tableau	8.3.1.2	: Administrateurs centraux au Luxembourg (Dec 2009)
Graphique	8.3.1.3	: Dépositaires au Luxembourg (Dec 2009)
Tableau	8.3.1.4	: Auditeurs-Conseils au Luxembourg (Dec 2009)
Graphique	8.3.1.5	: IDE au Luxembourg
Graphique	8.3.1.6	: IDE entrants vs. IDE sortant au Luxembourg en 2007
Graphique	8.3.2.1	: Résultats nets proportionnels à la part étrangère
Graphique	8.3.3.1	: Bénéfices réinvestis
Graphique	8.3.4.1	: Dividendes versés à l'étranger
Tableau	8.4.1.1	: Nombre d'OPC au Luxembourg (2002 - 2009)
Tableau	8.4.2.1	: Actifs nets des OPC au Luxembourg (2002 - 2009)
Graphique	8.4.3.1	: Analyse de la distribution des fonds luxembourgeois
Graphique	8.4.4.1	: Estimation de la valeur ajoutée issue de l'activité financière
Graphique	8.5.1.1	: Estimation du personnel travaillant dans l'industrie des fonds
Tableau	8.5.1.2	: Liste des principaux employeurs dans l'industrie des fonds au Luxembourg
Tableau	8.5.1.3	: Liste des 20 principaux employeurs dans l'industrie bancaire au Luxembourg
Tableau	8.5.2.1:	: Estimation du revenu généré par l'activité OPC au Luxembourg
Tableau	8.5.3.1:	: Contribution des OPC aux Recettes fiscales
Graphique	8.5.3.2:	: Impôts acquittés par les institutions financières en % des recettes fiscales totales
Graphique	C.P.3.1	: Evolution des actifs nets et du nombre d'OPC de droit luxembourgeois
Annexe	5.1	: Calculs portant sur les entreprises de fonds d'investissement
Annexe	5.2	: Calculs portant sur l'approximation de l'utilité des investisseurs
Annexe	5.3	: Calculs portant sur la détermination des proportions d'actifs
Annexe	5.4	: Calculs portant sur l'étude de variation de $\alpha$
Annexe	5.5	: Calculs portant sur la détermination de la différence de profils
Annexe	I.P.3.1	: Questionnaire
Annexe	7.2.1.1	: Répartition des places européennes de domiciliation selon leur attractivité - coût



# **Compétitivité et attractivité des places financières internationales: Application à l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg**

Thèse pour le doctorat de Sciences Economiques, présentée par

Jean-Marie YAO

2012

Directeur de recherche : M. le Professeur Régis BLAZY

## **Résumé**

La majeure partie des études sur les centres financiers concerne le domaine bancaire. Les autres secteurs de la finance semblent avoir été délaissés. Cette thèse a pour objet de décrire la compétitivité et l'attractivité des centres financiers en matière de fonds d'investissement.

Au travers d'une revue de littérature sur la compétitivité et à l'attractivité dans les centres financiers, nous identifions les stratégies pour l'émergence des places. Nous avons ainsi défini plusieurs déterminants d'attractivité et de compétitivité appliqués au centre financiers par une analyse critique des différents indicateurs d'évaluation de ces concepts.

Une approche théorique de l'interaction entre "centre financier", "compétitivité et attractivité", et "industrie des fonds d'investissement" nous permet d'aborder les éléments fondamentaux de l'analyse de la compétitivité et de l'attractivité dans l'industrie des fonds. Partant d'une définition de l'économie des fonds, nous étudions les relations entre l'industrie des fonds d'investissement et l'environnement immédiat (clients et Etats).

Avec une enquête auprès des professionnels de la place, nous donnons les fondamentaux de l'émergence de la place luxembourgeoise. Dans une approche économétrique, nous abordons aussi l'impact de l'industrie des fonds sur les investissements directs étrangers.

L'intérêt majeur de cette thèse est de confronter les résultats de modélisations théoriques et économétriques à des données d'enquête auprès des professionnels de fonds. Le choix de la population statistique est guidé par l'importance de la place financière luxembourgeoise en Europe.

**Mots-clés** : Centres financiers internationaux, fonds d'investissement, compétitivité et attractivité, fragmentation de l'activité, Europe, Luxembourg.

**JEL**: G2, H3, L1

## **Competitiveness and attractiveness of international financial centers: Application to the industry of investment funds in Luxembourg**

### **Abstract**

Most studies on financial centers relate to the banking system. The other financial sectors seem to be neglected. The purpose of this work is to assess the competitiveness and attractiveness of international financial centers as far as investment funds are concerned.

Through several recent studies on the competitiveness and attractiveness of financial centers, we have been able to identify strategies for the emergence of financial centers. We have thus defined several determining factors of attractiveness and competitiveness that are applied to financial centers by a critical analysis of the various evaluation indicators of those concepts.

A theoretical approach to the interaction of the concepts of “financial centers”, “competitiveness”, “attractiveness” and “investment funds industry” allows us to address the basic elements of the analysis of competitiveness and attractiveness in the funds industry. Beginning with a definition of the funds economy, we investigate the relationship between the funds industry and its immediate environment (investors and States).

Through a survey of professionals in the center, we consider the basis of the emergence of the center in Luxembourg. Using an econometric approach, we also address the impact of the funds industry on foreign direct investment.

The main interest of this thesis is to compare the results of theoretical and econometric modelling with data from a survey of investment fund professionals. The choice of those surveyed is guided by the importance of the Luxembourg financial center in Europe.

**Key words:** International financial centers, Investment funds, Competitiveness and attractiveness, Fragmentation of the activity, Europe, Luxembourg

**JEL:** G2, H3, L1



# Introduction Générale

## 1. Contexte : Compétitivité et attractivité

Ces dernières décennies, les notions de globalisation et de mondialisation ont suscité d'importantes mutations au sein de l'économie mondiale. Les tendances visant au libéralisme économique ont induit un accroissement des échanges internationaux conduisant de ce fait, à une interdépendance en matière d'échanges entre les nations.

Ces mutations sont globalement révélées par les stratégies d'investissement des firmes multinationales ainsi que par cette nouvelle forme de concurrence de plus en plus aiguë que se livrent les territoires potentiellement attracteurs pour les implantations d'entreprises. Ainsi, des choix d'implantation des entreprises nous pouvons introduire deux concepts régissant les débats politiques actuels : la compétitivité et l'attractivité des territoires.

Les problèmes de compétitivité et d'attractivité sont au cœur des préoccupations actuelles des spécialistes nationaux en stratégie. En effet, l'objet majeur de l'action stratégique est la compétitivité à long terme. Le thème de la compétitivité ne devrait-il pas faire l'objet d'une littérature abondante ? Le concept reste cependant partiellement décrit.

Souvent associée aux expressions de "rentabilité" ou de "productivité"<sup>1</sup>, la compétitivité pourrait être l'aptitude dont dispose une entreprise à un moment donné pour résister à ses concurrents directs. La compétitivité est donc une potentialité qui se spécifie par un avantage par rapport aux concurrents de l'entreprise sur son marché.

Pour Muchielli [MUCH02], le terme de compétitivité est un concept d'entreprise qui a ensuite été transposé au plan macroéconomique. Toutefois, Krugman

---

<sup>1</sup>sa traduction financière

([KRUG94]) met en évidence le fait que le concept de compétitivité, s'il est appliqué aux pays, est dépourvu de tout sens ou risque d'encourager le protectionnisme.

La compétitivité globale d'une entreprise ([MUCH02]) est un concept devant révéler ses performances à long terme. Pour Muchielli, il s'agit de l'aptitude de l'entreprise à générer des performances supérieures à la moyenne. Aussi les économistes privilégient-ils souvent les aspects coûts et prix de la compétitivité. Le coût unitaire est l'un des indicateurs les plus courants pour comparer la "compétitivité-coût" des firmes ou des secteurs au sein d'un ou de plusieurs pays.

Le groupe consultatif de la Commission Européenne sur la compétitivité définit la compétitivité d'une région ou d'un pays comme " (...) *l'ensemble des facteurs essentiels à une réussite économique à long terme (...)* " ([ECON98]). Une nation est donc dite compétitive si elle parvient à accroître durablement le bien-être de ses résidents ; cela devrait, entre autres, se traduire par l'accroissement de la productivité des facteurs de production ([CEPI99]) ou encore par d'autres facteurs plus qualitatifs tels que l'environnement et la stabilité politique et sociale.

Dans les débats publics et politiques, il est courant qu'en plus du terme de compétitivité soit adjoint celui d'attractivité. Cependant, est-il judicieux de les confondre ? Si dans une optique littéraire nous admettons que l'attractivité d'un pays est sa capacité à attirer des activités nouvelles et des facteurs de production tels que les capitaux et les travailleurs qualifiés, il est donc possible de trouver une mesure de la "performance d'attractivité" d'un territoire sur une période définie.

Dans son rapport sur "la compétitivité des nations", le Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales admet que "*à court terme, la compétitivité d'une industrie nationale donnée se mesure par l'accroissement de ses parts de marché dans le monde, qui résulte, à la fois, de la conjoncture dans les pays partenaires les*

*plus proches et de sa compétitivité prix*" ([CEPI99]). Suivant cette définition avec la notion de parts de marché, nous pouvons accepter que la compétitivité d'un territoire soit liée à sa faculté à attirer sur son sol des activités et donc son attractivité.

Si la compétitivité semble guidée par l'attractivité, un territoire peut-être attractif à long terme grâce à sa compétitivité. Les deux notions de compétitivité et d'attractivité sont en effet liées mais ne doivent cependant pas devenir substituables. Dans une analyse subséquente, nous montrons que "attractivité" et "compétitivité" du territoire partagent certains déterminants.

Un certain nombre de travaux ([DEDE87], [MMRD88]) démontrent que les explications traditionnelles de la compétitivité sont insuffisantes. La littérature consacrée, quant à elle, utilise la notion de compétitivité structurelle. Celle-ci fait référence à la concurrence par des approches telles que la différenciation, l'ergonomie, le design, l'innovation des processus de production et la qualité des produits. Toutefois, les aspects structurels restent peu traités dans l'analyse de la compétitivité.

## **2. Application au monde financier**

Le plus souvent deux approches sont abordées pour parler de la compétitivité. L'analyse de la compétitivité est faite, soit du point de vue de l'économie globale d'un territoire donné soit à travers une focalisation sur les entreprises manufacturières. Pour ces dernières, le prix des exportations ou la valeur ajoutée par branche peuvent être utilisés en tant que "composante-prix". Mais qu'en est-il des industries de services ?

Le cadre microéconomique classique ne permet pas toujours de répondre, par exemple, aux questions liées aux établissements financiers. Ces derniers sont décrits comme n'ayant ni d'existence ni de comportements propres. De par son caractère immatériel ([SMIT90]), la compétitivité dans le secteur des services apparaît comme

non-mesurable<sup>2</sup>. Comment expliquer qu'à un instant donné une entreprise de services dispose d'un avantage sur ses concurrents ? Plusieurs études se sont penchées sur cette problématique ([ANSI01]).

Par ailleurs, transposer les méthodes d'analyse de la compétitivité des entreprises manufacturières au secteur des services reste évidemment assez complexe. Dans le secteur bancaire et financier ([OCDE99]), par exemple, il est en effet difficile de cerner la notion de production. Par conséquent, la détermination d'un déflateur pour ce secteur reste une préoccupation <sup>3</sup>.

Dans le contexte actuel d'ouverture des marchés bancaires et financiers, il importe d'analyser les mesures et les modalités des politiques induisant une amélioration du fonctionnement des institutions financières et des marchés de capitaux. La stratégie utilisée s'est toujours exprimée en termes de concurrence. Ainsi l'accent est-il fréquemment mis sur le libre jeu des forces du marché et sur les effets positifs induits par les mesures de déréglementation interne et de libéralisation externe. Il s'agit usuellement de cerner la suppression de l'encadrement des taux d'intérêt, des restrictions aux activités des institutions financières sur le marché international et des obstacles affectant le fonctionnement des capitaux ([BROK89]).

Les activités bancaires et financières internationales apparaissent très localisées dans des centres financiers internationaux. Ces places sont actuellement engagées

---

<sup>2</sup> Adam SMITH, obnubilé par sa vision de la valeur, portera un jugement négatif sur les services, considérés comme improductifs. Même si elle est encore acceptée par certains contemporains, cette vision a été contestée après par Adam SMITH lui même.

<sup>3</sup> Le Système européen de comptes économiques intégrés (SEC) de 1995, met un accent particulier sur l'expression en prix constants de la valeur de la production des branches du secteur des services. Lorsque, comme dans le secteur bancaire et financier, faute de prix directement observables et mesurables, il est impossible d'établir des indices de prix de la production, le SEC recommande de trouver des indicateurs de rechange comme déflateur des valeurs de la production.

dans une compétition croissante. Cette compétition est essentiellement due au nombre croissant de nouveaux acteurs et au développement de comportements stratégiques par ces centres. Dès lors, quelles sont les raisons et les modalités des politiques de promotion des activités financières et bancaires ? Quelles seraient les conséquences d'une concurrence accrue entre ces centres ? Une analyse de la compétitivité s'avère donc nécessaire.

La théorie des marchés contestables ([BAUP82]), a beaucoup influencé le domaine financier. Celle-ci rappelle que le risque de la concurrence accrue ne devrait pas être surestimé puisque l'efficience d'un marché ne dépend pas principalement du nombre d'agents qui y interviennent mais plutôt du niveau de concurrence potentielle. En fait, les changements récents observés sur les marchés bancaires et financiers en matière de réglementation "*ne peuvent être compris que si on tient compte de leurs caractéristiques : les rendements croissants et la concurrence imparfaite*" ([DIET92]).

### **3. Le cadre conceptuel d'analyse**

Les activités du secteur bancaire privé, au même titre que les activités de gestion de fonds d'investissement, jouent un rôle déterminant pour la stabilisation d'une place financière et attirent également les investissements étrangers. Le cadre conceptuel d'analyse est centré sur l'industrie des fonds qui n'a pas beaucoup été traitée que ce soit dans la littérature portant sur les centres financiers ou dans celle relative à la compétitivité et à l'attractivité.

Un fonds d'investissement est un portefeuille de placements constitué par les capitaux de plusieurs épargnants et investi dans des actions, des obligations et autres titres financiers. Chaque fonds comporte un degré différent de volatilité qui dépend en grande partie du type de placements qu'effectue le gérant. Comme tout placement, le potentiel de gain (et de perte) croît avec le risque. Le meilleur moyen de réduire la



volatilité d'un portefeuille est donc de détenir une grande variété de titres.

Certains auteurs se sont penchés sur l'analyse de l'industrie des fonds. Ainsi, la mise en place des fonds de placement serait positivement corrélée à la valeur des capitaux investis, aux plus-values inhérentes à d'autres fonds ayant les mêmes objectifs et aux comportements des investisseurs selon leurs caractéristiques propres ([KHOR99]). De plus, les facteurs communs aux revenus des actifs et aux dépenses d'investissement expliqueraient la quasi-globalité du rendement des fonds d'investissement ([CARH97]).

Les agents économiques sont souvent à la fois en situation de risque (problèmes d'information) et de conflits (problèmes de comportements stratégiques). Dans le cadre de cette analyse, la prise en compte de l'existence de problèmes d'information et des comportements stratégiques de ces acteurs économiques permet de construire une théorie des fonds d'investissement.

Le comportement des consommateurs est toutefois très influencé par la volatilité des fonds dans lesquels ils ont déjà investi ([SIRR98]). Les gérants de fonds eux-mêmes n'auraient pas forcément une information parfaite du marché ([CARH97]). Le coût de l'information est une donnée essentielle dans l'industrie des fonds. Ainsi, la taille et la renommée du produit sont autant de facteurs essentiels pour sa distribution

La montée en puissance des fonds d'investissement serait une résultante des mutations du capitalisme engendrant ainsi des transformations majeures sur les marchés financiers. Cela serait dû à plusieurs raisons essentielles, selon Plihon et Ponsard [PLIO02]. La première serait que les fonds jouent un rôle de choix dans l'internationalisation des marchés financiers. La seconde raison serait que les gérants de fonds ont accru leur participation dans de nombreuses entreprises en qualité d'actionnaires implicites, ce qui induit, pour eux, une capacité à influencer la gestion de ces entre-

prises.

En favorisant la mobilisation d'une partie croissante de l'épargne et des patrimoines des agents économiques, la gestion pour compte de tiers contribue activement à la liquidité des marchés. Elle est considérée comme l'un des plus grands moteurs de la "*marchéisation*" du financement de l'économie et de la désintermédiation bancaire. Avec l'essor de l'industrie des fonds, différents pays ont entrepris plusieurs réformes pour attirer les acteurs nécessaires. Ainsi, l'Union Européenne émet régulièrement des directives pour réguler l'activité et la concurrence (Directives UCITS, AIFM, etc.)<sup>4</sup>.

La présente thèse se propose de rediscuter les concepts de compétitivité et d'attractivité dans l'industrie des fonds d'investissement. Si elle ne vise pas à mettre en cause les conclusions de Krugman ([KRUG94]), elle se concentre sur la place luxembourgeoise. Une typologie détaillée de l'activité des fonds d'investissement permettra d'identifier les facteurs endogènes et exogènes susceptibles de fonder son développement.

#### **4. Démarche et enjeux de la thèse.**

Cette thèse s'appuie sur les analyses détaillées des implications des notions de compétitivité et d'attractivité. Etant donné ses multiples facettes, la réflexion théorique qui est proposée gagnait à se confronter à des études empiriques. Cela permet de déterminer comment une solution acceptable a été proposée dans certains cas.

Les enjeux de la présente thèse sont de :

---

<sup>4</sup>*Directives européennes régissant l'activité des fonds. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) pour les fonds ouverts au public (Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières, OPCVM) et Alternative Investment Fund Managers (AIFM) plus spécifiquement pour les fonds alternatifs ("Hedge Funds", "Private Equity"...). Pour plus de détails, voir introduction de la partie 3.*

- faire une analyse économique de la compétitivité et de l’attractivité dans l’industrie des fonds d’investissement,
- analyser la problématique de l’internationalisation d’une place financière de fonds d’investissement,
- donner aux professionnels et chercheurs des outils opérationnels leur permettant de cerner la notion de compétitivité dans l’industrie des services, et plus singulièrement dans celui des fonds d’investissement,
- Comprendre l’importance des fonds d’investissement dans l’économie luxembourgeoise.

Pour mieux investir le cadre conceptuel de la présente thèse, et répondre aux enjeux, adopter une démarche quantitative semble être la méthode la plus opportune. Cette démarche est constituée d’une phase descriptive des données illustrant notre cadre conceptuel ainsi que d’une phase exploratoire qui vise à mettre en relation ces données. Dans cette perspective, nous présentons des modèles théoriques illustrant l’activité et les résultats issus d’une enquête menée auprès des professionnels de fonds au Luxembourg.

En somme, cette thèse ambitionne d’établir un pont entre la recherche académique et les attentes des professionnels pour ce qui est de l’industrie des fonds. Le cadre d’étude se focalise sur les fonds traditionnels au Luxembourg.

## 5. Organisation du document

Ce travail est structuré en huit chapitres regroupés en trois parties. **La première partie** est relative à l’étude de la compétitivité et de l’attractivité dans les centres financiers. L’étude des centres financiers devrait apporter des éléments de réponse quant aux facteurs de développement des infrastructures financières (institutions, marchés, etc.). De plus, elle devrait permettre de comprendre l’impact de certains

facteurs. Une telle étude s'avère utile pour les gouvernements dans la mise en place de stratégies d'attractivité.

Dans cette partie, notre objectif (qui est triple) vise à identifier les stratégies utilisées, à cerner les concepts de compétitivité et d'attractivité et finalement à analyser les grandes implications de ces concepts. Un accent particulier est mis sur l'identification des différents déterminants d'attractivité et de compétitivité appliqués aux centres financiers. Aussi présentons-nous une analyse critique des différents indicateurs d'évaluation de ces concepts.

Nous établissons (**chapitre 1**) un lien entre les notions de compétitivité et d'attractivité. Il convient de définir un cadre conceptuel qui permet de comprendre la compétitivité d'un territoire à travers son attractivité tout en énumérant quelques outils théoriques qui ont influencé la littérature économique portant sur ces thèmes.

Par la suite, nous présentons les principaux indices de compétitivité et d'attractivité ordinairement utilisés. Ainsi, nous introduisons (**chapitre 2**) les quelques indices fournis par la Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement, le Forum Economique Mondial, l'agence *AT. Kearney* et l'*International Institute for Management Development*, l'*Heritage Foundation* et la Banque Mondiale. Nous décrivons une typologie des pays européens ou de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques selon certains de ces indices.

Au-delà de ces conceptions, nous étudions (**chapitre 3**) la notion de centres financiers avec pour objectif d'établir un lien entre ces centres et les notions d'attractivité et de compétitivité. Après avoir passé en revue la littérature consacrée, nous proposons une définition judicieuse des centres financiers. Par ailleurs, nous analysons le processus de création et d'émergence des places financières internationales ; Cette analyse constitue un chemin certain vers l'étude des fonds d'investissement.

**La seconde partie** consacre la notion d'économie des fonds d'investissement. Elle discute de l'interaction entre les trois précédentes notions : centre financier, attractivité et compétitivité. A celles-ci, nous adjoignons celle de l'économie des fonds d'investissement. Cette partie aborde trois éléments fondamentaux (fonds d'investissement, investissement et environnement) de l'analyse de la compétitivité et de l'attractivité dans l'industrie des fonds. Cette analyse se fait aux travers de deux modèles théoriques.

La première relation (**chapitre 4**) que nous étudions est celle qui existe entre la société de fonds d'investissement (représentée par son gérant) et les investisseurs (représentés par les investisseurs privés). L'existence du fonds est, en effet, conditionnée par la satisfaction des besoins et des attentes des investisseurs. Nous nous proposons d'étudier l'impact du comportement des investisseurs sur les stratégies des firmes de fonds d'investissement. Une connaissance des relations entre l'offre et la demande de fonds nous permet de mieux appréhender les concepts de compétitivité et d'attractivité dans les fonds d'investissement.

Ensuite, nous discutons dans le chapitre suivant (**chapitre 5**) des interactions entre le fonds d'investissement et l'environnement institutionnel. Ainsi, nous construisons un modèle théorique de compétitivité et d'attractivité des places financières. Ce modèle décrit dans un premier temps le processus de formation des places financières par l'amélioration de ses parts de marché. Dans un second temps, il consacre la fragmentation de l'activité dans l'industrie des fonds.

**Une troisième partie** est consacrée à l'importance de l'industrie des fonds dans l'économie luxembourgeoise. Ainsi, afin d'être en conformité avec la réalité économique, nous avons effectué une enquête statistique auprès de cent-trente-cinq professionnels des fonds d'investissement au Luxembourg.

De fait, partant de la définition de l'économie des fonds appliquée au Luxembourg, nous analysons (**Chapitre 6**) plusieurs composantes structurelles de l'industrie des fonds du point de vue des professionnels eux-mêmes.

Par la suite, lesdits professionnels se sont prononcés (**chapitre 7**) sur la délocalisation et l'attractivité dans l'industrie des fonds. Nous résumons plusieurs déterminants significatifs. Ainsi, malgré des faiblesses identifiées, la place luxembourgeoise apparaît-elle comme très solide s'agissant de l'attractivité de l'activité de domiciliation.

Finalement, dans une approche statistique et économétrique (**chapitre 8**), nous analysons les investissements directs étrangers dans l'industrie luxembourgeoise des fonds. Ainsi, nous détectons plusieurs relations significatives concourant à la consolidation et au développement de la place luxembourgeoise.

# **Première partie**

## **Centres financiers et concurrence des nations**

## Introduction de la première partie

L'avènement de l'Euro a entraîné une forte mobilité des capitaux. De fait, une compétition croissante a vu le jour entre les territoires afin d'attirer les entreprises. Les préoccupations pour une meilleure compréhension de la compétitivité émergent dans tous les discours politiques ainsi que dans la recherche scientifique. Cependant, une tentative de conciliation révèle une réelle imprécision des définitions. Aussi apparaît-il que la définition de la compétitivité est différente selon le niveau de l'analyse menée (nation, secteur, entreprise) ou le bien ou service étudié (bien homogène ou différencié) ou encore l'objectif de l'analyse. La littérature économique s'accorde à attribuer à ce concept de réelles implications dans la formulation des politiques économiques. De ce fait, il nous apparaît opportun d'en cerner les contours. Cela nous permet de comparer judicieusement les territoires.

Dans notre tentative de conciliation des définitions, nous avons recensé différents auteurs qui ont contribué à un éclairage sur le sujet. Il y est le plus souvent question de compétitivité des entreprises. La transposition de ce concept à la nation reste assez problématique, comme le souligne d'ailleurs Krugman dans son importante communication sur l'obsession des Etats face à la compétitivité [KRUG94]. Il affirmait qu'il est foncièrement évasif de parler de compétitivité des nations, argumentant que la concurrence entre nations n'est nullement comparable à celle existant entre les entreprises. Selon Krugman, seule une augmentation de la productivité permettrait d'accroître la richesse d'un territoire. Ce serait, la seule mesure pertinente de la compétitivité. Cette conception était déjà partagée par Porter en 1990.

L'étude de Porter sur la compétitivité des nations, [PORT90], constitue incontestablement un tournant dans la littérature sur la compétitivité. Pour lui, il est erroné



de s'intéresser à un territoire géographique dans l'analyse de la compétitivité. Cette notion ne pouvant être associée qu'à une industrie. Il dit à cet effet que "*(...) chercher à expliquer la "compétitivité" au niveau national est erroné. Il convient de s'intéresser aux déterminants de la productivité et au taux de croissance de la productivité. Pour trouver des solutions, il est préférable de se focaliser, non pas sur l'ensemble de l'économie, mais plutôt sur des industries spécifiques ou encore sur des segments d'industrie (...)*". Il précise, par ailleurs, que la seule application possible au niveau national reste la productivité nationale. Pour lui, une hausse du niveau de vie est consécutive à la capacité des firmes nationales à accroître leur productivité afin d'atteindre un niveau suffisamment élevé.

Dans une conception différente, Landau apporte une nouvelle contribution à la définition de la compétitivité. Dans son étude consacrée à la compétitivité des Etats-Unis, [LAND92], il soutient que l'objectif principal d'une politique de compétitivité est "*... la capacité à maintenir, dans une économie globale, un taux de croissance acceptable du niveau de vie de la population avec une distribution équitable, tout en offrant un emploi à tous ceux désirant travailler sans pour autant réduire le potentiel de croissance du niveau de vie des générations futures ...*".

Par ailleurs, l'ouverture des marchés apparaît comme une condition essentielle de compétitivité. Dans son article cité précédemment, [KRUG94], Krugman estime que la compétitivité d'une nation n'a pas de sens au sein des économies peu ouvertes. Il argumente que, contrairement aux entreprises, tout pays qui vend majoritairement ses produits à ses concitoyens n'est pas soumis à des contraintes de profit.

Dans cette étude, Krugman identifie la progression de la productivité des industries du pays comme élément central de compétitivité. Pour lui, un problème de compétitivité d'une économie nationale peut être simplement un problème intérieur de productivité. Cette analyse, quoique bien persuasive, fait l'objet de deux critiques

fondamentales. Dans un premier temps, elle aurait pu être profondément biaisée, étant donné qu'elle a été conduite au début des années quatre-vingt-dix, période caractérisée par une polémique portant sur la politique commerciale des Etats-Unis. Dans un second temps, l'immensité du cadre d'analyse nord-américain fait que les conclusions sont difficilement applicables à d'autres pays.

L'analyse économique laisse apparaître que la compétitivité est fortement influencée par les choix de spécialisation et les termes de l'échange. Cependant, force est de constater que la définition du concept a largement évolué. D'une conception purement axée sur les échanges extérieurs, nous sommes passés à la notion plus vaste d'un niveau élevé de revenus et d'emplois. Analysant la Déclaration de Lisbonne de 2000, Debonneuil et Fontagné, dans leur rapport sur la compétitivité, [DEFR03], pensent que la notion de compétitivité d'une nation est "*(...) la capacité à améliorer durablement le niveau de vie de ses habitants et à leur procurer un haut niveau d'emploi et de cohésion sociale (...)*".

Comme pour résumer le tout, le Dictionnaire des sciences économiques, [DICT01], décrit la compétitivité comme étant "*(...) la capacité d'une entreprise, d'une région ou d'une nation à conserver ou à améliorer sa position face à la concurrence des autres unités économiques comparables. La notion de compétitivité est, le plus souvent, vue sous l'angle de la nation et associée à la concurrence internationale. Elle est alors définie, de façon plus précise, comme son "aptitude à produire des biens et des services qui satisfont au test de la concurrence sur les marchés internationaux et à augmenter de façon durable le niveau de vie de la population (...)*". Dans une tentative de synthétisation, la compétitivité a aussi été quelque fois définie comme l'aptitude à bénéficier de gains relatifs en termes de coûts unitaires de production.

La compétitivité semble être dynamique. Elle est très sujette aux conditions économiques du territoire, et même, du marché international. Par conséquent, la com-

pétitivité d'une entité (région, pays, industrie, entreprise...) suppose un processus d'ajustement continu en réponse à des facteurs déterminants de sa position concurrentielle.

Cette revue de littérature nous permet de donner une définition de la compétitivité qui se situe entre celle de l'entreprise et celle de la nation. Nous parlons ici de compétitivité d'une industrie. Ainsi, nous soutenons que la compétitivité est la capacité dont dispose une industrie à proposer à tout moment des biens et services répondant aux attentes locales et internationales. La compétitivité est donc une potentialité qui se caractérise par un avantage par rapport aux concurrents. Plus généralement, la théorie fait la distinction entre les compétitivité-prix et coûts (la capacité d'une entreprise à proposer une offre de production à qualité comparable avec un prix inférieur à celui de ses concurrents) et la compétitivité-hors prix (l'aptitude à imposer ses produits indépendamment de leurs prix)<sup>5</sup>.

Notre définition voulant que la compétitivité exprime une potentialité se caractérisant par un avantage par rapport aux concurrents, explique certainement pourquoi la notion de compétitivité a pendant longtemps côtoyé celle d'attractivité. Par ailleurs, si la compétitivité a longtemps été appliquée à l'industrie manufacturière, qu'en est-il de l'industrie des services ? Cette première partie a pour ambition de cerner la notion de compétitivité dans les centres financiers. La progression de cette partie est établie en trois chapitres.

Le premier chapitre constitue le point central de cette étude. Il vise à établir le lien entre les notions de compétitivité et d'attractivité. A dessein, le chapitre intitulé "de la compétitivité à l'attractivité d'un territoire" a pour ambition de définir un cadre conceptuel qui permet de cerner la compétitivité d'un territoire à travers son attractivité. Aussi, nous présentons quelques outils théoriques qui ont influencé la littérature

---

<sup>5</sup>*Dictionnaire des sciences économique, Puf 2001.*

économique sur ces thèmes, et, ce chapitre aboutit à une analyse de trois grandes implications économiques (les politiques monétaires, fiscales et administratives).

Après avoir démontré que l'attractivité permet de cerner la compétitivité d'un territoire, le second chapitre évoque les principaux indices de compétitivité et d'attractivité couramment utilisés. Nous y présentons des indices de compétitivité et d'autres d'attractivité. Par ailleurs, les deux concepts étant étroitement liés, il existe aussi des indices les traitants à la fois.

Le dernier chapitre de cette partie aborde la notion de centres financiers. L'objet de cette section est d'établir un lien entre les centres financiers, et les notions d'attractivité et de compétitivité. Au-delà d'une tentative de définition des centres financiers, nous analysons le processus de création et d'émergence des places financières internationales.

## Chapitre 1

# DE LA COMPÉTITIVITÉ À L'ATTRACTIVITÉ D'UN TERRITOIRE

## Introduction

L'analyse de la compétitivité suppose une bonne connaissance des principaux facteurs censés l'influencer. Une analyse historique montre que les grands centres économiques se sont principalement développés autour des bassins de production. Ainsi, comme facteurs déterminants de la compétitivité d'un territoire (ou d'une industrie), nous admettons les dotations en ressources naturelles (terre, sous-sol, climat, eau, etc. ...) et les ressources en capital humain. La main d'œuvre étant souvent motrice d'innovation, ([DEDE87]), sa qualité reste essentielle pour le développement d'une industrie.

La tendance est aujourd'hui à la recherche et au développement de nouvelles techniques plus adaptées. Cette quête nécessite très souvent des investissements importants. En effet, le progrès technologique et l'efficacité du processus de production induisent une productivité des facteurs plus élevée élevée. Par conséquent, cela conditionne l'avantage compétitif d'une économie. Cette donnée est souvent facteur d'une nette amélioration de l'offre.

Sur un marché ([CHAM33]), la capacité à répondre aux attentes des consommateurs est un gage de la réussite d'un produit (bien ou service). Cela s'accroît avec la différenciation. Pour satisfaire leurs clients aux préférences plus ou moins diverses, certaines entreprises choisissent parfois de ne contenter qu'une part du marché avec une demande particulière.

Partant de ce constat, la détermination de la compétitivité peut s'avérer assez difficile surtout dans l'industrie des services. Le niveau de production d'un bien ou service donné est fonction de la productivité des ressources, et donc du coût marginal. Ainsi, les économies d'échelle deviennent un facteur important dans l'évaluation de la compétitivité d'un produit donné.

A travers cette analyse des facteurs de la compétitivité, il est possible d'interpréter la définition du concept de compétitivité. En effet, dans le chapitre introductif, nous avons avancé que la compétitivité d'une économie est la potentialité qui se caractérise par un avantage par rapport à ses concurrents. Avoir un avantage par rapport à ses concurrents suppose le bénéfice d'une situation qui fait que les agents économiques préfèrent une place par rapport à l'autre. Cette approche de la préférence renvoie à la notion d'attractivité.

Ce chapitre qui vise à cerner le lien entre l'attractivité et la compétitivité d'un territoire est structuré de la façon suivante. Dans une première section, nous nous proposons de décrire un cadre conceptuel d'analyse de l'attractivité. Nous définissons la notion tout en insistant sur les dynamiques d'agglomération et de dispersion.

Dans une seconde section, nous présentons les trois outils couramment utilisés dans la littérature économique. Il s'agit ici de montrer le rôle que jouent le commerce international, l'économie géographique et l'économie industrielle dans l'analyse de l'attractivité.

Dans la dernière section, nous abordons les trois principales implications économiques usuellement évoquées dans les recherches sur l'attractivité. Ainsi, même si cette notion influence de diverses manières l'économie du territoire, il ressort que les politiques monétaires, fiscales et administratives peuvent être les plus bouleversées.

## 1.1 Le cadre d'analyse du concept d'attractivité

### 1.1.1 Une définition de l'attractivité

Le concept d'attractivité est ancien. La mondialisation a accentué le phénomène de délocalisation des entreprises. De plus, force est de constater qu'en Europe, avec l'avènement de l'Euro monétaire, nous assistons à un regain d'intérêt pour le concept. De multiples études ont alimenté de nombreux débats publics depuis.

Il est vrai que, depuis l'entrée en vigueur de la monnaie unique, l'environnement socio-économique des pays européens s'est vu profondément modifié. Plus singulièrement, en France, les pouvoirs publics ont commandité divers rapports. Les plus importants restent :

- Le rapport Marini, [MARI99],
- Le rapport Lavenir, [LAVE00],
- Le rapport Charzat, [CHAR01],
- Le rapport Debonneuil et Fontagné, [DEFR03].

Ce regain d'intérêt vise à cerner les nouveaux changements dans les stratégies d'attractivité. Avec les nouvelles références à la transparence sur les coûts des facteurs de production et de la mobilité des capitaux, il convient dès lors de cerner les fondements des politiques d'attractivité.

En 2001, dans son "*Rapport au Premier Ministre sur l'attractivité du territoire*" français, [CHAR01], Charzat évoque l'aspect multidimensionnel de l'attractivité et en identifie trois fondements :

- Les "**atouts**" que sont le territoire, la qualité des hommes et des femmes, la qualité de vie;



- Les "**faiblesses**" constituées par la fiscalité et l'environnement juridico-social ;
- Les "**positions à assurer**" principalement représentées par la Recherche et Développement et la formation professionnelle.

Les tentatives de définition du concept d'attractivité sont diverses et diversifiées tout en restant globalement dans la généralité. Pour notre part, la tentative de définition la plus remarquable est celle émise dans l'introduction de l'avis du Conseil Economique et Social français, [BENO03]. Dans ses "*Réflexions sur les conditions d'une meilleure attractivité de la France*", le Conseil déclare, à cet effet, que l'attractivité d'un pays est "*(...) la capacité [...] à conserver sur son territoire les entreprises nationales et étrangères qui y sont installées ou à attirer les investisseurs étrangers afin qu'ils contribuent à la croissance et à l'emploi dans [le pays] (...)*". Le Conseil dans son approche estime que les meilleures politiques d'attractivité sont celles qui agissent sur les "*(...) conditions dans lesquelles se déroulent cette compétition internationale pour l'implantation et le contrôle des activités productives (...)*"

Le rôle de la technologie est aussi souvent évoqué pour parler de la compétitivité. Or, le rapport Charzat associe les politiques d'attractivité (et non de compétitivité) à un développement des secteurs de haute technologie<sup>1</sup>. Dans un rapport du Conseil d'Analyse Economique sur la compétitivité, [DEFR03], Debonneuil et Fontagné y font également allusion dans un chapitre évoquant la technologie comme facteur d'attractivité<sup>2</sup>.

Dans une "analyse de la problématique de la spécialisation en services à faible valeur ajoutée", ces deux derniers auteurs identifient "la quête d'activité à haute valeur ajoutée comme objectif primaire dans une stratégie visant à attirer et à retenir des firmes sur son territoire"<sup>3</sup>. La logique voudrait que dans une économie les secteurs

---

<sup>1</sup> Chapitre "*renforcer l'effort de recherche et développement*".

<sup>2</sup> Chapitre "*La compétition est technologique*".

<sup>3</sup> Chapitre "*Une compétitivité commerciale satisfaisante*".

traditionnels au regard de leurs niveaux de valeur ajoutée soient générateurs d'innovations technologiques importantes. Cependant, ce rapport montre qu'il ne serait pas judicieux de limiter l'analyse de l'attractivité aux seules technologies de l'information et de la communication.

Une approche statistique de définition s'est montrée très persuasive. Dans leur analyse de l'attractivité de la France, [COER03], Coeuré et Rabaud définissent l'attractivité comme étant "*(...) la capacité d'un pays à attirer et retenir les entreprises (...)*". Cette étude n'intègre cependant pas la mobilité des hommes; ce qui reste pourtant un élément primordial pour l'analyse de l'attractivité.

Au regard de l'émergence des études consacrées au concept, sa définition prend désormais en compte la main d'œuvre. Grâce à certains courants tels que l'économie industrielle et la nouvelle économie géographique <sup>4</sup>, trois dimensions principales apparaissent dans la définition de l'attractivité : le territoire ou l'industrie, l'entreprise et les hommes. Ainsi, la présence d'une main-d'œuvre hautement qualifiée pourrait être d'une importance capitale au travers des quatre effets suivants :

- Le développement d'une économie suppose la présence de centres de décision menés par une main d'œuvre hautement qualifiée. Ces deux éléments figurent parmi les déterminants d'une économie innovante et entreprenante;
- Une main d'œuvre qualifiée impliquant des salaires de plus en plus élevés, une densité importante de hautes qualifications représente une nette appréciation du pouvoir d'achat déjà élevé, [KALD78]<sup>5</sup>;
- Cette nouvelle "élite" sociale est particulièrement intéressée par certains services tels que les produits bancaires et l'assurance; et, tout récemment, les fonds

---

<sup>4</sup> *Confère section sur la nouvelle économie géographique.*

<sup>5</sup> *Kaldor montre que les pays les plus compétitifs sont généralement ceux présentant les coûts unitaires relatifs du travail les plus élevés. Cet effet est généralement connu sous l'appellation de "paradoxe de Kaldor".*

- d'investissement pour lesquels on assiste à un véritable engouement ;
- L'accroissement des emplois hautement qualifiés pourrait entraîner celui des emplois "moins qualifiés" (habillement, hôtellerie, café, restauration...).

De ce fait, il est avéré que les politiques d'attractivité dans les industries nécessitant une main d'œuvre qualifiée sont généralement trans-sectorielles ou ont des effets sur d'autres secteurs.

Le choix des activités stratégiques et rentables est cerné par la capitalisation boursière du marché national, la tendance à la hausse du nombre et de la taille des quartiers généraux et centres de recherche et développement ou le positionnement de l'économie nationale ; ce qui suppose une comparaison en termes de parts de marché régional ou international.

Finalement, la notion d'attractivité des entreprises et des capitaux pourrait être cernée par une analyse des flux d'investissements directs étrangers (IDE). Cela pourrait se décliner en trois éléments que sont le ratio d'IDE entrants par rapport au produit intérieur brut (PIB), l'évolution des IDE et la contribution des filiales étrangères au PIB. Cependant, les IDE peuvent être à connotation tendancieuse ; en effet, Crozet et al, [CRMM03] démontrent qu'un pays déjà très développé attire relativement plus d'IDE.

Si Krugman recommande de ne pas confondre stratégie des entreprises et stratégie des nations, il faut signaler que les stratégies adoptées par l'une en vue de sa consolidation peuvent avoir des effets contraires sur l'autre. Par exemple, supposons un territoire qui, pour améliorer le niveau de vie de ces concitoyens, entreprend une politique d'urbanisation. Cette politique peut avoir un effet néfaste sur l'activité des entreprises qui devront certainement mettre en œuvre de nouvelles stratégies afin de répondre aux nouveaux besoins des clients. Ce qui pourrait être une source éven-

tuelle de coûts supplémentaires. Ainsi, supposons encore que les coûts induits par cette nouvelle politique d'urbanisation soient si importants que l'entreprise soit obligée de réduire ses coûts salariaux ou de procéder à des licenciements et, dans une certaine mesure, à une fermeture de son site. De fait, cela induit une baisse du pouvoir d'achat des employés et constitue surtout une perte fiscale pour le territoire. Au final, la politique d'urbanisation pour améliorer le bien-être de la population ne s'avère pas profitable pour le territoire dans ce cas précis.

L'attractivité d'un territoire renvoie à une liste très variée de déterminants. Dans leur analyse de l'attractivité de la France ([COER03]), Coeuré et Rabaud suggèrent que l'analyse empirique de l'attractivité a connu trois étapes. Dans un premier temps, la littérature aurait, en accord avec les modèles traditionnels des échanges internationaux, analysé la relation entre la décision de localisation, le coût des facteurs et la taille des marchés. La seconde étape fut celle de l'introduction de nouveaux déterminants tels que la fiscalité et la distance dans l'esprit de la nouvelle économie géographique. Finalement, la dernière étape se consacra à la mise en évidence de l'effet de marché domestique<sup>6</sup> et l'étude "la dynamique de polarisation des activités", par l'observation de ses effets sur le marché du travail. Cet effet permettrait d'ancrer les capacités de production des firmes sur le territoire.

L'attractivité d'un territoire est foncièrement liée aux décisions d'implantation des firmes. De ce fait, la connaissance des attentes des firmes est indispensable à la mise en place de politiques adéquates d'attractivité. L'attractivité d'un territoire peut être comprise à travers une panoplie de déterminants que nous rassemblons en six grandes catégories.

A l'instar des conclusions de Lipsey dans une étude consacrée aux choix de localisation des filiales de firmes américaines, [LIPS00], nous admettons que la première

---

<sup>6</sup> "home market effect".

catégorie de déterminants d'attractivité est celle relative à la taille et au dynamisme du marché. Dans cette catégorie, la littérature évoque des éléments explicatifs tels que la croissance du produit intérieur brut (taux de croissance moyen), les niveaux d'investissement et le potentiel du marché. Crozet et al., [CRMM03], dans le cadre d'une étude empirique, démontrent que l'attractivité d'un territoire est coordonnée par le nombre et le type de concurrents déjà présents sur le site. Cependant, la présence de firmes nationales sur le territoire est plus attractive que celle de firmes étrangères. Ce processus qui minimise les effets coûts ne concerne cependant que les régions frontalières du pays d'origine de l'entreprise. Ainsi, par exemple, les entreprises belges auront-elles tendance à se délocaliser dans le nord de la France, et les firmes allemandes plutôt dans l'Est du pays.

La deuxième catégorie de déterminants d'attractivité est globalement consacrée aux ressources humaines. Généralement, cinq facteurs principaux sont évoqués : la productivité horaire du travail, la croissance de la population, les niveaux de qualification, les compétences linguistiques et le nombre de journées de grève.

La troisième catégorie de facteurs est consacrée à la recherche et à l'innovation. La littérature économique s'accorde à dire que les politiques d'attractivité favorisent généralement, dans un premier temps, l'implantation des entreprises innovantes. Le financement de ce type d'entreprises est au départ foncièrement fondé sur les apports en capital-risque. Cet aspect peut être approché par l'indicateur des fonds investis en pourcentage du produit intérieur brut. Toutefois, l'offre de capital-risque semble être sensible aux anticipations de croissance. De plus, il est démontré que cette offre est pro-cyclique ([BEUD04], [BFLO01]). En d'autres termes, elle connaît un essor dans la phase ascendante du cycle.

La quatrième catégorie de déterminants résume les facteurs liés aux infrastructures. Il s'agit d'analyser des éléments tels que la qualité des services de transport et

logistiques, la densité du réseau autoroutier, le transport aérien, les lignes de TGV, la qualité du réseau électrique et de celui de l'accès à Internet.

La cinquième catégorie est consacrée à l'ensemble des coûts. Généralement, les territoires sont comparés entre eux en fonction de l'évolution temporelle des coûts salariaux, des taux d'imposition (taux effectifs, imposition des impatriés<sup>7</sup>). Par ailleurs, certains auteurs évoquent aussi l'impôt sur les sociétés comme critère de choix d'une place. Ce facteur peut également être associé aux cotisations sociales

L'environnement administratif et politique constitue enfin la dernière catégorie résumant les déterminants d'attractivité. Cet environnement administratif est généralement mesuré par les contraintes résultant du cadre légal ou du droit du travail (les recrutements et les licenciements par pays). L'absence de contraintes légales, la flexibilité des lois sociales, l'efficacité du système fiscal et la facilité d'accès aux services administratifs sont aussi pris en compte. L'indicateur "*Doing Business*" décrit par la Banque Mondiale<sup>8</sup> établit cette catégorie.

### 1.1.2 Les dynamiques d'agglomération et de dispersion

Les travaux précurseurs de Tomahawk constituent la base du modèle explicatif de la dynamique d'agglomération. Ce cadre d'analyse laisse entrevoir l'existence d'un

---

<sup>7</sup> Selon Eurostat, un **impatrié** est un salarié étranger venu travailler dans un pays autre que le sien. Ce phénomène tend à se développer du fait de l'internationalisation des entreprises. La mondialisation induit la mobilité des salariés et des entreprises qui apprécient de plus en plus le brassage culturel des effectifs. A contrario, l'**expatrié** est un individu résidant dans un autre pays que le sien généralement pour des raisons personnelles ou professionnelles. Il considère son séjour comme temporaire. Par ailleurs, il est de plus en plus question d'**europatriés** pour caractériser des expatriés qui vivent en Europe ailleurs que dans leur pays d'origine. C'est le cas de nombreux Français ou Portugais qui vivent au Luxembourg.

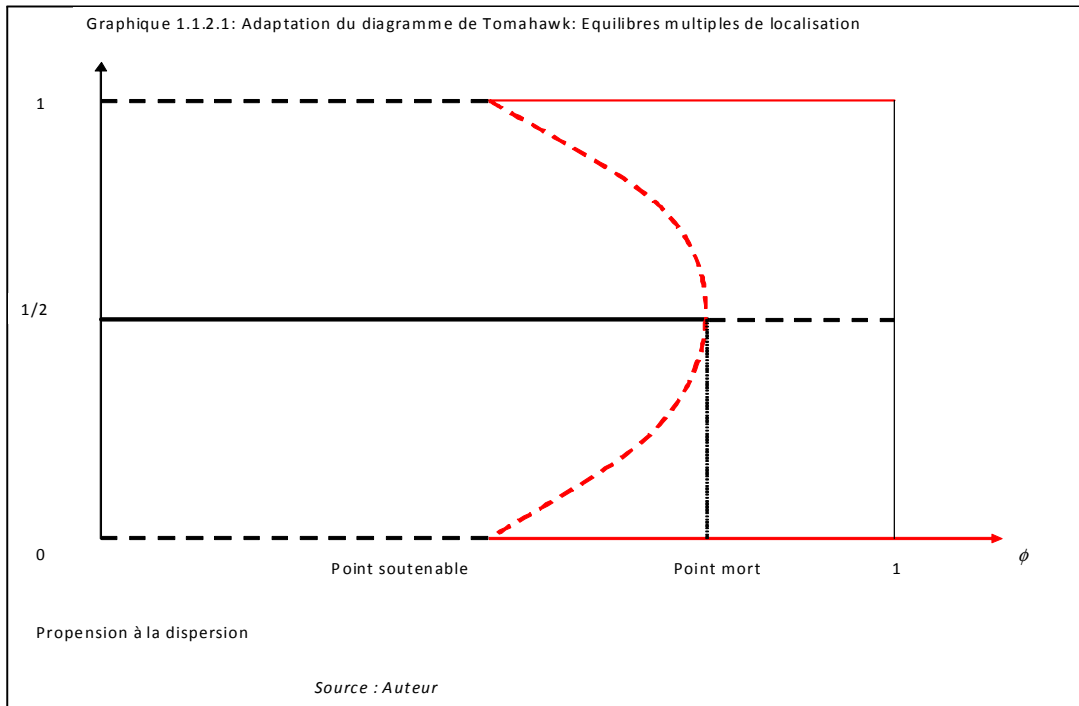
<sup>8</sup> Voir chapitre suivant sur les indices

point d'équilibre fragile entre forces de dispersion et forces d'agglomération. En effet, la gestion optimale d'un "marché domestique" se traduit par un ancrage des outils de production des firmes dans une économie donnée.

Cependant, ([COER03]), il est démontrable que pour un niveau donné de coût d'échange, en cas de choc, l'activité se déplace d'un marché à l'autre. On assiste, de ce fait, à une augmentation de la diversité offerte et du pouvoir d'achat distribué sur le nouveau marché hôte ; ce qui induit un effet auto-entretenu d'attraction. Finalement, compte tenu des effets d'engorgement, il existe un instant précis où l'attractivité relative de l'économie en expansion diminue. Aussi, les capacités de production ne sont-elles pas démenagées d'un pays à l'autre.

L'analyse économique montre que, d'une part, les équilibres entre forces centripètes et centrifuges peuvent être multiples. Et, d'autre part, les dynamiques d'agglomération sont sources d'une volatilité structurée des conditions économiques qui sont susceptibles d'affecter le bien-être général. Ces conditions s'expriment généralement en termes d'emploi, de taux d'utilisation des infrastructures, d'évolution de l'assiette fiscale et de variation de prix d'actifs. Cependant, ces volatilités ne sont perceptibles qu'avec un retard de quelques années.

Le graphique 1.1.2.1, qui définit les équilibres multiples de localisation selon le diagramme Tomahawk, est idéal pour expliquer les stratégies d'attractivité de deux territoires. Dans ce modèle, deux extrêmes sont possibles. En effet, soit les deux territoires se partagent équitablement les entreprises, soit l'un d'eux concentre toute l'industrie. On démontre de fait l'existence de zone d'équilibre.



Dans ce diagramme, supposons qu'en ordonnée nous présentons la structure de répartition des entreprises tandis qu'en abscisse nous décrivons le degré d'ouverture de l'économie. La propension à l'agglomération devient plus forte (comparée à la propension à la dispersion) quand les coûts d'échange augmentent. Par ailleurs, la réduction des barrières à l'échange permet de déceler que la diminution de la propension à la dispersion est plus forte que celle de l'agglomération. Cela conduit à un seuil qualifié de "point mort" au-delà duquel les forces d'agglomération dépassent les forces de dispersion.

Un territoire situé au point mort bénéficie d'une concentration des activités et d'une dynamique d'agglomération auto-entretenu. Cependant, l'équilibre reste instable. Une évolution des coûts d'échange et/ou du degré d'ouverture ne saurait rompre l'équilibre que si cette évolution parvient à diminuer les forces d'agglomération jusqu'au point soutenable. Le point soutenable est donc le degré d'ouverture pour lequel l'équilibre de concentration des activités exclusivement sur un territoire



devient stable. De ce fait, le degré d'ouverture correspondant au point soutenable est plus faible que celui correspondant au point mort. L'espace compris entre le point soutenable et le point mort est donc un espace où l'équilibre symétrique et les équilibres complets sont stables. Dans cet espace, les activités peuvent être soit concentrées dans une région unique soit réparties entre les deux régions.

Plusieurs adaptations de ce modèle ont vu le jour, [BALF03]. Les modèles de capital déraciné et d'entrepreneurs déracinés<sup>9</sup> pourraient être cités. Ces deux modèles ont modifié les hypothèses du modèle de base. Dans le premier modèle, on considère que le capital physique peut être délocalisé à l'étranger tandis que le propriétaire vit dans l'économie nationale. Dans ce cas, le point mort et le point soutenable sont confondus et correspondent à un régime de libre échange dans le cas symétrique du modèle de base. Dans le second modèle, c'est le capital humain qui se déplace. Ici, le point mort et le point soutenable correspondent à des degrés d'ouverture plus élevés.

---

<sup>9</sup> *Les auteurs utilisent les termes "footloose capital model" et "footloose entrepreneur model" respectivement.*

## 1.2 Quelques outils théoriques d'analyse

### 1.2.1 La théorie du commerce international

Les échanges entre nations ont toujours été nécessaires parce qu'ils permettent à un pays soit d'accéder à des biens et services dont il ne dispose pas de tous les éléments indispensables à leur production, soit de se procurer ces produits à un prix inférieur à ce qu'ils auraient coûté s'il les produisait lui-même. Dans ces conditions, l'enjeu n'est plus d'augmenter ses parts de marché, mais au contraire de disposer des produits nécessaires. Ainsi, les exportations ne seraient-elles pas que le moyen de payer les importations.

Ces dernières années, compte tenu de l'essor des inégalités et du chômage, nous avons assisté à une recrudescence des thèmes d'*agression extérieure* et d'*appel à la défense nationale* dans les débats politiques. De ce fait, les Etats ont entrepris de mettre en place des mesures pour protéger les industries nationales. Cette nouvelle donne a conduit les auteurs à s'interroger sur l'apport du commerce international dans la compétitivité des nations.

Mundell ([MUND57]), en poursuivant les travaux de Heckscher - Ohlin - Samuelson, laisse entrevoir que l'investissement direct étranger, tout comme l'échange commercial, est une stratégie permettant de profiter des différences entre nations. Les choix de délocalisation des entreprises seraient consécutifs à la recherche de certains avantages tels que le coût du travail moins élevé. La critique essentielle de cette approche serait que les flux d'investissements directs (IDE) sont principalement réalisés entre les pays industrialisés et non du Nord vers le Sud. L'analyse des stratégies d'organisation des entreprises multinationales permet de comprendre les déterminants de ces investissements "Nord-Nord". Cette approche est largement expliquée par Venable

et Limao dans une adaptation du modèle de spécialisation internationale ([VENA02]).

Markusen, dans son analyse des firmes multinationales ([MARK02]) montre que, d'une part, l'intégration verticale renvoie à une spécialisation des différentes unités de production et à un échange de biens intermédiaires et de produits semi-finis entre filiales et maisons ; et, d'autre part, l'intégration horizontale évoque l'internalisation d'un actif spécifique (brevets, savoir-faire, marque déposée) en vue de son exploitation au niveau international. Cela donne lieu à des "économies de multilocalisation". Par ailleurs, évoquant le rôle de ce courant dans l'analyse de la compétitivité, Debonneuil et Fontagné, [DEFR03], expliquent que de récents travaux sur le commerce international ont mis en évidence des facteurs comme la qualité des produits et l'innovation. En effet, l'existence de rentes liées à l'innovation ou à la perception de la qualité des produits par les consommateurs semble avoir un impact positif sur les termes de l'échange.

Krugman, dans ses recherches, a entrepris de donner une nouvelle dimension au commerce international. Ses réflexions se sont largement concentrées sur les rendements croissants et la concurrence imparfaite dans le commerce international. Dans un ouvrage, coécrit avec Helpman, sur le commerce international et la structure des marchés, [HELK85], ils redéfinissent la concurrence imparfaite comme un thème central de la théorie du commerce international. Ce nouveau recadrage qui, sans contexte, tend à effacer la théorie Heckscher-Ohlin-Samuelson, tire ses origines de l'analyse d'Adam Smith.

Contrairement à la théorie traditionnelle, la nouvelle théorie du commerce international insiste sur les rendements croissants et la concurrence imparfaite comme facteurs de spécialisation et des échanges entre nations. Elle a pour ambition d'expliquer la nouvelle structure du commerce et d'établir les conditions suivant lesquelles la logique du libre-échange pourrait être outrepassée. De ce fait, elle analyse les échanges

entre des pays aux dotations identiques en ressources initiales et présentant un niveau technique comparable. La nouvelle théorie invite les gouvernements à s’immiscer dans les échanges afin d’aider leurs entreprises à accroître leur compétitivité.

Le rôle de cette théorie a fait l’objet de diverses critiques. Krugman lui-même prévient que les arguments militants pour un protectionnisme étatique doivent "être examinés avec une grande prudence" et ne pas prendre une place primordiale, [KRUG98]. Par ailleurs, en prenant pour base l’oligopole de Bertrand à la place de celui de Cournot, Lancaster, [LANC80], fournit deux résultats contradictoires. Le premier insiste sur une taxation des exportations alors que le second propose une taxe sur les importations.

### 1.2.2 La nouvelle économie géographique

Ce terme a été emprunté à la revue *Économie et Statistique*, (traduction de "*New Economic Geography*", largement propagé par les revues américaines). Plusieurs études proposent une large revue de littérature sur le thème. Dans un article sur les taxes dans les processus d’agglomération et d’intégration, [BALK04], les auteurs décrivent que cet outil se serait largement développé au cours des années 1990. Il ne faut pas oublier les travaux précurseurs de Johanson et Vahne [JOHA77]. Ce modèle est souvent vu comme une extension des modèles de commerce international.

Ainsi dans un article consacré à l’économie géographique, [KRUG91], Krugman développe un modèle qui conclut à l’existence d’effets d’agglomération dus au renforcement des interdépendances. Ainsi présente-t-il l’effet d’accès au marché qui décrit la tendance des firmes monopolistiques à s’implanter sur les grands marchés et exporter comme un effet d’agglomération. De plus, il prouve que les effets de coût ou de bouclage macroéconomique peuvent être importants dans la diversification de l’offre

de produits et surtout dans la baisse des prix. Finalement, il trouve que souvent les firmes sont tentées de s'installer dans des régions où le nombre de concurrents est plus faible. Il parle dans ce cas d'effet d'engorgement.

Cette approche permet de conclure que foncièrement les firmes choisissent généralement d'être plus proches du consommateur afin d'éviter les coûts d'échange souvent trop élevés. Cela crée une force de dispersion qui peut être supérieure aux forces d'agglomération. Certaines études montrent toutefois que les forces de dispersion diminuent plus rapidement que les forces d'agglomération quand les barrières à l'échange baissent. Certains modèles d'économie géographique montrent que dans une industrie où les activités sont réparties de façon équitable entre territoires, il existe un seuil au-delà duquel la baisse des coûts d'échange conduit à un regroupement des activités sur ce territoire ([HARR54], [JOHA77], [KRUG91]). Il est souvent question de théorie de la localisation des industries.

Dans l'analyse des stratégies de localisation des firmes, deux forces antagonistes semblent guider les entreprises<sup>10</sup>. Dans une première approche, les forces d'agglomération encouragent les entreprises à se concentrer géographiquement. Cette attitude permet aux entreprises de bénéficier d'économies d'échelle. Dans une seconde approche, les forces de dispersion favorisent la dissémination des activités compte tenu des contraintes de disponibilité des ressources naturelles et de la fixité de certains facteurs de production.

En définitive, l'enjeu de la nouvelle économie géographique est d'expliquer les choix de localisation des activités. Elle souligne que la mobilité des facteurs de production et la baisse des coûts de transaction entraîne souvent la concentration des activités sur des territoires déjà plus attractifs et plus compétitifs. A l'instar de la littérature économique, nous admettons qu'une économie globalisée est une économie caracté-

---

<sup>10</sup> *section sur les dynamiques d'agglomération et de dispersion.*

sée par la généralisation et la fluidité des échanges des biens et services et la mobilité des hommes. Il serait cependant erroné de croire que les dotations initiales en facteurs de production représentent le facteur primordial de l'attractivité d'un territoire en ce qui concerne une activité donnée. La nouvelle économie géographique permet de cerner le rôle prédominant des effets d'agglomération dans l'attractivité d'un territoire. L'intérêt de cet outil est qu'il fait une différence entre les déterminants de l'attractivité d'un territoire et les attentes des entreprises.

### 1.2.3 La théorie de l'économie industrielle

L'explication des modes d'organisation et de développement des entreprises est l'apanage de l'économie industrielle. Dans son chapitre introductif, [TIRO98], Tirole explique que l'émergence de la discipline est due à deux courants essentiels.

Le premier courant plus connu sous l'appellation de la "tradition de Harvard" développa le paradigme de "*structure - comportement - performance*". Pour ce courant, la structure du marché détermine le comportement des entreprises qui induit la performance du marché. Ainsi, des éléments tels que le nombre de concurrents, la différenciation des produits ou encore la structure des coûts influencent les prix de distribution, la quête de l'innovation ou les stratégies publicitaires. Ces derniers éléments ont généralement un impact sur l'efficacité et les profits. Les critiques principales formulées à l'égard de ce courant font référence à son approche foncièrement empirique qui ne suffit pas toujours pour cerner l'impact de certaines variables exogènes dans l'explication du comportement des entreprises.

Pour pallier les insuffisances du précédent courant, le second, beaucoup plus théorique, est foncièrement bidimensionnel. Dans un premier temps, l'économie industrielle permet de décrire la structure et le comportement des entreprises (organisation

interne et stratégies de marché). Dans un second temps, l'économie industrielle permet de cerner l'efficacité des marchés. Cette discipline apporte un éclairage complémentaire pour comprendre les choix de localisation. En effet, les facteurs de compétitivité d'une entreprise ne sont pas uniquement liés aux caractéristiques du territoire d'implantation choisi, mais dépendent aussi d'autres caractéristiques intrinsèques.

Cette approche apporte un complément à la nouvelle économie géographique. En effet, elle prend véritablement en compte le rôle de ces choix stratégiques spécifiques. Par ailleurs, l'économie industrielle a largement contribué à l'analyse de l'agglomération qui peut être soit intersectorielle (*clusters*) soit intra-sectorielle. La littérature économique montre que les choix de localisation d'une entreprise peuvent diverger selon qu'elle fonde sa stratégie sur la compétitivité technologique ou sur des effets de filière qui permettent de bénéficier des économies d'échelle. Aussi, l'évaluation de la compétitivité technologique et l'analyse des liaisons interindustrielles constituent des apports majeurs de l'économie industrielle à l'étude de l'attractivité d'une industrie, [JACQ87].

D'autres courants ont aussi apporté leur contribution à l'analyse de la compétitivité. Ainsi, la théorie de la croissance, [GROT90], a souvent été utilisée pour décrire la compétitivité et l'attractivité d'un territoire. Cependant ici, il ne s'agit pas d'un outil d'analyse mais d'une conséquence de compétitivité. Finalement, avec ces outils d'analyse des concepts d'attractivité et de compétitivité, il est fondamental de considérer trois niveaux : le territoire, l'entreprise et les individus. Cette approche permet de faire une analyse optimale de ces concepts.

## 1.3 Quelques implications de politiques économiques

### 1.3.1 La concurrence fiscale

De nombreux auteurs se sont intéressés à l'usage de la politique fiscale comme stratégie d'attractivité et de compétitivité. Coeuré et Ribaud, [COER03], évoquent l'aspect non linéaire des effets de politiques publiques. En effet, certaines politiques, telles que le taux d'imposition, peuvent susciter une délocalisation soudaine de certaines activités.

Dans les modèles traditionnels de concurrence fiscale ([WILS86], [ZOMI86]), on admet que le rendement du capital est décroissant et qu'il n'y a pas d'effet d'agglomération. Ainsi la concurrence fiscale crée-t-elle une spirale à la baisse des taux d'imposition. Coeuré et Rabaud, [COER03], montrent que cela se révèle socialement sous-optimal du fait que le capital soit mobile. Les facteurs les moins mobiles comme le travail sont les plus impactés par le fardeau fiscal. Cela est moins intéressant pour les économies intensives en travail, mais peut être dévastateur pour les économies avancées intensives en capital.

Certaines études empiriques se sont penchées sur l'usage à bon escient des impôts. Admettons que les impôts prélevés dans une économie servent à financer des biens publics pouvant profiter à toutes les entreprises de ladite économie. Ces infrastructures peuvent être le transport, la communication, la sécurité publique, l'éducation ou la formation. Dans leur analyse de la concurrence fiscale [ANDE03], Andersson et Forslid montrent que "*la présence de biens publics crée une force d'agglomération complémentaire auto-entretenu*". En effet, ils montrent que la main d'œuvre s'accroît, en qualité tout comme en quantité, dans les territoires les plus attractifs ; cela induit de fait une hausse de l'assiette fiscale pour l'amélioration des infrastructures



économiques nationales.

Mouriaux, [MOUR04], démontre que si un gouvernement disposant d'une situation budgétaire initiale équilibrée ou en excédent décide de mettre en place une stratégie d'allègements fiscaux, l'équilibre de la répartition sectorielles entre pays peut être durablement modifié. En effet, les entrepreneurs ont tendance à localiser leurs facteurs de production dans le pays où la fiscalité est la plus attractive. Il est démontré que même si les autres pays tentent d'aligner leur fiscalité, le retour à la situation antérieure reste problématique. En effet, le pays ayant déclenché le choc initial bénéficie d'une "rente fiscale d'agglomération".

D'autres auteurs se sont intéressés à l'influence de paramètres tels que le degré d'ouverture de l'économie et la taille relative des économies ou celle des facteurs de production mobiles ou fixes dans l'économie. Baldwin *et al.*, dans leur analyse des politiques publiques [BALF03], concluent que la sensibilité de l'assiette fiscale est d'autant plus importante que le taux d'ouverture de l'économie est élevé. Par ailleurs, en présence de dynamiques d'agglomération, l'étude montre qu'un pays non compétitif fiscalement peut subir une détérioration brutale et irréversible de sa base fiscale. Cela expliquerait aussi la délocalisation du capital productif. Les auteurs prouvent que les grands pays sont plus avantagés dans la mesure où ces derniers bénéficient de rentes fiscales d'agglomération.

Par ailleurs, dans leur analyse, [BALK04], Baldwin et Krugman construisent un modèle de concurrence fiscale portant sur l'imposition du capital. Ce modèle met en compétition deux pays aux dimensions différentes. Les auteurs démontrent qu'en régime de mobilité du capital, si celui-ci est concentré dans le grand pays, ce pays peut maintenir des taux d'imposition supérieurs au petit pays plus pauvre. Ils évoquent cependant la discontinuité de l'équilibre. En effet, ils arguent que le mouvement des activités ne peut se faire du grand pays vers le petit qu'au-delà d'un certain écart

d'imposition. De ce fait, le petit pays n'est pas enclin à abaisser son taux d'imposition pour attirer les activités. Ainsi, la concurrence fiscale ne pèse pas que sur le grand pays. Aussi Baldwin et Krugman, dans le contexte du débat sur l'harmonisation fiscale en Europe, préconisent-ils une harmonisation de la fiscalité au niveau de celle des petits pays, et non à un niveau intermédiaire.

De cette analyse nous pouvons conclure que la concurrence fiscale est un moteur d'attractivité. Les auteurs précisent néanmoins le niveau et le degré de complexité des politiques fiscales. Ainsi pouvons-nous tirer deux conclusions essentielles. En premier lieu, le concept d'attractivité est intéressant pour analyser la situation d'une économie caractérisée par une mobilité élevée des biens, des hommes et des capitaux. En second lieu, la réussite de la politique fiscale réside dans le choix de la définition.

Une politique fiscale attractive vise à attirer les facteurs mobiles au détriment des localisations alternatives. Si une grande taille constitue un atout dans un secteur à rendement croissant, une petite taille peut l'être aussi lorsque les facteurs de production sont mobiles. Le Grand-Duché de Luxembourg, par exemple, a mené avec succès des stratégies d'attractivité. De plus, un territoire vaste, donc avec un grand marché, et à fiscalité élevée peut être une chance pour ses voisins de petite taille, étant donné que ce dernier a une grande élasticité de son assiette imposable aux variations des taux.

### **1.3.2 L'importance des institutions**

Le rôle des institutions dans l'évolution économique a connu une littérature abondante depuis les travaux de North, [NORT90]. L'institution est définie comme l'ensemble des procédures, des règles de comportement ou des normes juridiques et réglementaires réduisant l'incertitude des agents économiques et rendant l'économie

plus efficace. Depuis, de nombreuses études empiriques ont cherché à construire des indicateurs de la qualité des institutions.

Le Fonds Monétaire International dans son rapport annuel de 2003 consacra un chapitre<sup>11</sup> aux relations entre institutions et croissance,[IMFO03]. Il présente trois indicateurs de qualité des institutions<sup>12</sup>. Le premier est un indice synthétique de la bonne gouvernance. Il prend en compte des éléments tels que l'absence de corruption, la stabilité politique, le degré de corruption, l'efficacité des services publics. Le second indicateur mesure l'évolution des politiques de protection de la propriété privée. Finalement, le dernier indicateur relève de la confiance accordée au pouvoir exécutif. Selon le Fond Monétaire International, ces indicateurs permettent de créer une typologie précise des pays.

---

<sup>11</sup> dans son chapitre "*Growth and Institutions*"

<sup>12</sup> Confère chapitre suivant sur les indices.

## Conclusion

Aux termes de ce premier chapitre nous concluons que si la compétitivité est la capacité dont dispose une industrie à proposer à tout moment des biens et services répondant aux attentes locales et internationales, elle représente surtout la faculté de pénétrer et de s'imposer sur de nouveaux marchés. Pour ainsi dire, elle reflète la capacité de maintenir une balance commerciale positive. Cependant, il semblerait que le concept change avec le niveau d'agrégation de l'analyse qu'on veut mener.

Par ailleurs, la compétitivité est aussi le résultat d'une combinaison de facteurs aussi bien nationaux qu'internationaux s'exprimant globalement en termes d'attractivité. A l'échelle nationale, les dotations en ressources, la technologie, la productivité, les caractéristiques du produit, la réglementation fiscale et monétaire et enfin la politique des échanges sont certainement des facteurs déterminant qui conditionnent la compétitivité d'une industrie (ou d'une entreprise).

Différents facteurs internationaux influencent aussi la compétitivité. Le taux de change, les conditions du marché international et le coût de transport international sont ainsi cités. L'offre ou la demande relative de monnaie d'un marché à l'autre peut déterminer le taux de change. Dans certains cas, ce taux est influencé par les mesures politiques que les différents gouvernements mettent en place. Lorsqu'un pays a recours à une dépréciation de sa monnaie pour vendre moins cher à l'étranger, les entreprises nationales deviennent ainsi compétitives. Cependant, cette politique a un effet pervers ; le revenu national exprimé en monnaie internationale est faible, ainsi, le pouvoir d'achat des ménages diminue en conséquence.

Par ailleurs, la littérature souligne le rôle non moins prépondérant de la réglementation et des politiques économiques. Elle décrit que les mesures de politiques

publiques ont des effets notoires sur la compétitivité d'une industrie. Les politiques fiscales et monétaires (taux d'imposition, taux d'intérêt, contrôle de l'inflation), la politique interventionniste de l'Etat (subventions) et celle des échanges commerciaux avec l'extérieur (tarifs, quotas, etc.) ont toutes des influences sur la compétitivité d'une industrie ([MOUR04]).

Un territoire n'a aucun intérêt à attirer des entreprises non rentables. Ceci explique généralement la présence d'un régulateur aux pouvoirs étendus chargé de veiller sur l'industrie. Le vrai défi d'une industrie est de rendre ses "membres" compétitifs. Finalement l'attractivité d'un territoire (pour une industrie donnée) n'est pas seulement sa capacité à y attirer et y retenir des entreprises rentables à contenu élevé en travail très qualifié mais aussi de veiller à accroître la rentabilité de toute entreprise qui s'y installe.

Cette définition nous apparaît d'une importance capitale. Il convient donc de bien cerner les techniques d'attractivité mises en place par les entreprises, puis, les stratégies visant à rendre les entreprises du territoire de plus en plus rentables. Pour le territoire, l'attractivité supposerait la capacité à tirer profit des placements de capitaux consécutifs à l'implantation des entreprises. Il peut donc s'agir de la capacité à attirer les investisseurs étrangers afin qu'ils contribuent à la croissance et à l'emploi dans le pays.

Dans notre analyse, l'attractivité induit une réglementation et des centres de développement stratégiques. De ce fait, l'attractivité est une notion tridimensionnelle : c'est la capacité à attirer et maintenir les meilleurs talents, les activités stratégiques et rentables, et pour finir les entreprises et les capitaux.

Les concepts d'attractivité et de compétitivité d'un territoire ne sont pas statiques et interagissent. Ils changent constamment en réponse aux bouleversements

des conditions du marché. Malgré ces difficultés apparentes de définitions, certaines institutions ont entrepris de proposer des indicateurs d'attractivité et de compétitivité dont l'objectif est de comparer différents territoires.

## Chapitre 2

# LES INDICES DE COMPÉTITIVITÉ ET D'ATTRACTIVITÉ

## Introduction

Ces récentes années sont caractérisés par une émergence des indicateurs internationaux qui ambitionnent de classer les pays selon une série de facteurs judicieusement sélectionnés. Les nouvelles données économiques mondiales ont fait que ces indicateurs sont devenus courant pour examiner la compétitivité et l'attractivité au niveau international.

La littérature sur les indicateurs de compétitivité et d'attractivité s'accorde à admettre que le *World Competitiveness Yearbook* rédigé annuellement depuis le début des années 1990 par l'*International Institute for Management Development* dans l'objectif du *Forum Economique Mondial*<sup>1</sup>, a donné aux indices de compétitivité une plus grande notoriété. Le but dudit rapport est de souligner les éléments comparatifs sur les spécificités de l'environnement des affaires et de les synthétiser sous forme d'un indicateur unique censé classer les pays en fonction de la qualité d'ensemble de l'environnement offert aux entreprises.

L'objet de ce chapitre n'est pas de discuter des concepts sous-jacents à ces différents indices. Gregoir et Maurel, [GREG23], font une analyse critique intéressante de certains de ces indices. Dans ce chapitre, nous nous contentons de présenter les principaux indices utilisés par les chercheurs et professionnels. Et, pour chacun des indices,

---

<sup>1</sup>*Forum de Davos.*

nous analysons les comportements de certains pays européens ou de l'*Organisation de Coopération et de Développement Economiques* (OCDE).

Ce chapitre est structuré en trois sections. Dans une première section, nous analysons les principaux indices d'attractivité utilisés. Nous y présentons les trois indices mis en place par la *Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement* (CNUCED) ; l'objectif de ces indices étant de cerner l'attractivité des territoires grâce aux Investissements Directs Etrangers (IDE).

La seconde section est consacré aux indices de compétitivité. Elle étudie donc les indices du *Forum Economique Mondial* dans ses rapports sur la compétitivité. Par ailleurs, ayant révolutionné l'usage des indicateurs de compétitivité, l'approche de l'IMD est aussi étudiée dans cette section. Cette institution propose un indice de compétitivité qui analyse la capacité des pays à créer et à maintenir un environnement dans lequel les entreprises pourraient être compétitives. Malgré sa scission avec le Forum Economique Mondial, l'indice de l'IMD est l'un des plus utilisés par les analystes.

Dans une troisième section, nous proposons un éventail d'indices intéressants pour cerner à la fois la compétitivité et l'attractivité des pays. Il s'agit dans un premier temps deux indices du cabinet de conseil *A.T. Kearney* (l'un mesure l'ouverture des pays et l'autre l'impact des changements politiques, économiques et réglementaires potentiels sur les stratégies des firmes multinationales). Dans un second temps, nous analysons l'approche de l'*Heritage Foundation* qui vise à cerner l'impact des changements de politiques gouvernementales sur la liberté économique dans chacun des pays. Finalement, le dernier point est relatif à un indicateur mis en place par la Banque Mondiale pour mesurer les blocages administratifs éventuels à l'environnement des affaires.



## 2.1 Les indices d'attractivité

Dans son *World Investment Report*, la Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (CNUCED) élabore trois indices portant sur l'attractivité des territoires grâce aux Investissements Directs Etrangers (IDE).

- L'Indice des Entrées Potentielles
- L'Indice des Sorties Effectives
- L'Indice des Entrées Effectives

Les pays sont classés selon leurs résultats et leur capacité à attirer. Dans cette section, nous présentons la méthodologie sous-jacente à ces trois indices.

Ces indices sont calculés sur des périodes de trois ans. Ce choix de période est censé éviter les biais dus aux fluctuations annuelles des données. Cependant, il peut arriver que, pour un pays donné, quelques données nécessaires pour toute la période soit indisponibles.

La prise en compte d'un pays est consécutive soit à la disponibilité des données soit à une distinction propre comme pays ; c'est le cas de certains pays en transition ou encore du Luxembourg qui a longtemps été associé à la Belgique. Par ailleurs, la CNUCED a délibérément exclu les paradis fiscaux du calcul étant donné que ces pays attirent les IDE seulement pour des motifs fiscaux et non pour la production.

### 2.1.1 L'Indice des Entrées Potentielles (CNUCED)

L'Indice des Entrées Potentielles (IEP) est un indice composite qui étudie environ cent quarante pays. Il résume une douzaine de déterminants susceptibles d'influencer le potentiel d'attraction d'un pays auprès des investisseurs étrangers<sup>2</sup> :

- Le ratio du Produit Intérieur Brut par habitant comme déterminant de la demande locale ;
- Le taux de croissance du Produit Intérieur Brut enregistré au cours des 10 dernières années comme indicateur indirect du taux de croissance économique prévu ;
- La part des exportations dans le Produit Intérieur Brut comme étant le déterminant du degré d'ouverture du pays ;
- Le nombre moyen de lignes téléphoniques et de téléphones portables pour mille habitants permettant de cerner la modernité des infrastructures d'information et de communication ;
- La consommation d'énergie commerciale par habitant permet de cerner l'existence d'infrastructures traditionnelles ;
- La part des dépenses de recherche et développement dans le Produit Intérieur Brut du pays est le déterminant de la capacité technologique locale ;
- La proportion d'étudiants du tertiaire dans la population permet de cerner le niveau de qualification ;
- Le risque-pays est le facteur permettant de prendre en compte les facteurs économiques et autres qui influencent sur la perception du risque par les investisseurs ;
- La part du marché mondial des exportations de produits provenant de ressources naturelles permet de cerner les possibilités d'investissement dans les activités extractives ;

---

<sup>2</sup> Selon les spécifications référencées dans la méthodologie de l'indice.

- La part du marché mondial des importations de pièces et de composants pour les secteurs de l'automobile et de l'électronique mesure la participation au système de production intégrée des principales sociétés transnationales ;
- La part du marché mondial des exportations de services permet de cerner l'importance des Investissement Directs Etrangers dans le secteur des services ;
- La part du stock mondial des entrées d'Investissement Directs Etrangers comme un indicateur général de la capacité d'attraction et d'absorption de ces investissements et des conditions d'investissement.

La critique fondamentale de cet indice réside dans sa méthodologie de calcul. Les différents déterminants sont en effet considérés comme influençant équitablement l'attractivité du territoire. L'indice est une moyenne simple des valeurs liées à ces déterminants et est finalement normalisé de telle sorte que lorsque l'indice évolue entre 0 (pays moins attractif) et 1 (pays très attractif).

Dans le tableau 2.1.1.1 suivant sont listés rangs mondiaux de certains pays entre 1990 et 2009. Pour cet indice, les pays européens les plus attractifs sont : l'Allemagne, le Luxembourg, la Norvège, les Pays Bas et le Royaume Uni. L'Irlande qui avait amélioré son classement entre 2000 et 2007 (surpassant la France) a perdu plusieurs places dans les récents classements.

**Tableau 2.1.1.1 : Evolution du rang de certains pays - IEP ,1990-2009**

<b>Economie</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Albanie	..	115	101	83	84	83	79	81
Allemagne	4	4	10	7	5	5	4	6
Autriche	19	20	24	26	25	28	25	24
Belgique	..	..	..	16	20	16	14	10
Bulgarie	..	41	64	58	56	55	62	67
Chypre	33	35	40	47	52	53	54	47
Croatie	..	69	53	54	55	58	56	64
Danemark	16	14	21	21	22	23	24	22
Estonie	..	48	34	31	31	31	31	31
Finlande	12	17	8	10	13	15	15	17
France	5	8	17	18	19	19	18	20
Géorgie	..	132	118	96	104	105	107	108
Grèce	38	38	35	38	40	44	48	43
Hongrie	48	56	41	42	42	42	46	46
Irlande	26	22	13	13	16	17	23	25
Islande	17	19	11	8	7	13	16	18
Italie	18	23	26	29	30	30	32	34
Lettonie	..	84	56	43	43	49	58	59
Lituanie	..	82	57	35	38	39	39	40
Luxembourg	..	..	..	5	3	6	7	7
Macédoine	..	114	102	100	105	99	100	105
Malte	36	30	38	53	54	56	57	57
Norvège	6	5	3	4	8	10	11	9
Pays Bas	7	10	6	15	15	14	10	12
Pologne	55	57	43	44	44	43	43	41
Portugal	37	36	32	45	47	48	52	49
Rep. Tchèque	..	37	39	37	39	35	36	32
Roumanie	..	89	93	71	69	65	64	60
Royaume Uni	3	7	5	3	4	4	8	11
Slovaquie	..	39	45	51	51	46	45	42
Slovénie	..	40	27	30	32	33	33	33
Suède	10	9	7	9	6	11	13	13
Suisse	11	15	16	23	21	21	19	16

NB: 141 pays ou territoires analysés, selection de l'auteur  
Source: CNUCED

### 2.1.2 L'Indice des Sorties Effectives (CNUCED)

L'Indice des Sorties Effectives correspond à la part des sorties d'investissement directs étrangers (IDE) d'un pays dans l'IDE mondial rapporté à sa part dans le produit intérieur brut (PIB) mondial. Il est censé cerner les déterminants des investissements effectués à l'étranger par des sociétés multinationales ayant leur siège dans un pays donné. L'indice est mesuré "*sur une période de 3 ans afin de compenser les fluctuations annuelles des données*".

Toute différence entre les valeurs de l'indice de deux pays exprime les différences entre deux facteurs spécifiques déterminant les sorties d'IDE effectuées par des multinationales ayant filiales dans d'autres pays. Ces facteurs sont résumés en deux grandes catégories.

La première catégorie de facteurs pris en compte dans l'élaboration de l'indice résume les ressources propres. Il s'agit d'éléments ou atouts de compétitivité tels que la recherche et l'innovation, les ressources humaines et l'accessibilité aux technologies de l'information. Ces déterminants sont ceux qui poussent les firmes multinationales à s'implanter à l'étranger.

La seconde catégorie de facteurs est liée au site d'implantation. Il résume des facteurs économiques propices à la production de divers biens et services dans les pays d'origine et pays d'accueil. Il s'agit de déterminants tels que de la taille relative du marché, des coûts de production ou de transport, des compétences, des chaînes d'approvisionnement, de l'infrastructure et de l'appui technologique.

Dans une économie mondiale de plus en plus ouverte, ces deux catégories de facteurs pousseraient les entreprises à investir en dehors de leur pays d'origine en créant des filiales à l'étranger. L'indice est construit selon la formulation suivante :

$$ISE_i = \frac{IDE_i^s}{IDE_m^s} \times \frac{PIB_m}{PIB_i} \quad (2.1)$$

où :

$ISE_i$  est l'Indice des Sorties Effectives d'IDE du pays  $i$

$IDE_i^s$  est le total des IDE sortant du pays  $i$

$IDE_m^s$  est le total des IDE sortants mondiaux

$PIB_i$  est le PIB du pays  $i$

$PIB_m$  est le PIB mondial

Une analyse de cet indice entre 2005 et 2007 (Tableau 2.1.2.1) montre que le Luxembourg, l'Islande et la Suisse se classent parmi les premiers rangs. Ce résultat est certainement guidé par le nombre important de sociétés holdings dans ces pays.

**Tableau 2.1.2.1: Selection de pays selon l'ISE 2005-2007**

<b>Rang</b>	<b>Economie</b>	<b>Valeur de l'ISE</b>
1	Luxembourg	18,071
2	Islande	16,58
4	Suisse	5,202
6	Belgique	4,049
7	Pays Bas	3,697
11	Irlande	2,672
12	Suède	2,539
14	France	2,374
15	Estonie	2,25
16	Royaume Uni	2,085
18	Norvège	1,896
19	Autriche	1,863
20	Danemark	1,764
21	Chypre	1,564
24	Allemagne	1,311
28	Italie	1,092
29	Hongrie	0,983
31	Slovénie	0,934
32	Portugal	0,906
33	Finlande	0,88
38	Pologne	0,524
42	Grèce	0,472
43	Lituanie	0,47
53	Lettonie	0,302
57	Bulgarie	0,271
60	Rep. Tchèque	0,224
64	Croatie	0,197
68	Slovaquie	0,181
87	Albanie	0,037
91	Roumanie	0,031
107	Macédoine	0,003
114	Malte	-0,004
120	Géorgie	-0,045

NB: 125 pays ou territoires analysés, selection de l'auteur  
Source: CNUCED

### 2.1.3 L'Indice des Entrées Effectives (CNUCED)

L'Indice des Entrées Effectives d'investissements direct étrangers (IDE) établit un classement des pays selon les investissements qu'ils reçoivent en fonction de leur poids économique. Il établit donc un rapport entre la part du pays concerné dans les entrées mondiales d'IDE et sa part du PIB mondial.

Les pays ayant un indice supérieur à 1 sont donc interprétés comme ceux recevant davantage d'IDE que ne laisse entrevoir leur poids économique relatif. Par ailleurs, ceux qui sont crédités d'un indice inférieur à 1 en recevraient moins. Pour cet indice, une valeur négative signifie que les investisseurs étrangers ont retiré leurs investissements pendant la période d'analyse.

Analytiquement, cet indice mesure l'influence qu'exercent sur les IDE des facteurs autres que la taille du marché. L'hypothèse fondamentale est que, toutes choses égales par ailleurs, la taille est le facteur central d'attractivité des investissements<sup>3</sup>. L'indice des entrées effectives utilise des moyennes sur trois ans. Il est déterminé de la façon suivante :

$$IEE_i = \frac{IDE_i^e}{IDE_m^e} \times \frac{PIB_m}{PIB_i} \quad (2.2)$$

où :

$IEE_i$  = Indice des entrées effectives d'IDE du pays  $i$

$IDE_i^e$  = Total des IDE entrants du pays  $i$

$IDE_m^e$  = Entrées mondiales d'IDE

---

<sup>3</sup> Il existe une panoplie de déterminants : le climat des affaires, la stabilité économique et politique, la présence de ressources naturelles, les infrastructures, les qualifications et les technologies...



$PIB_i$  = PIB du pays  $i$

$PIB_m$  = PIB mondial

Pour l'analyse (Tableau 2.1.3.1) de certains pays, nous disposons des rangs mondiaux entre 1990 et 2010. Malgré un classement problématique en 2007, le Luxembourg reste sans contexte un pays attractif. Depuis la crise de 2008, les autres pays attractifs en Europe sont Chypre, l'Estonie, l'Irlande et Malte.

Au travers des Indices d'Entrée Potentielles et Effectives, la Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement établit une analyse comparative qui donne une typologie en quatre classes de pays : les bons et mauvais élèves, les pays dont les résultats sont supérieurs à leur potentiel et ceux dont les résultats sont inférieurs à leur potentiel<sup>4</sup>.

- La catégorie des "bons élèves" réunit les pays qui affichent des indices d'Entrées Potentielles et Effectives élevés ;
- Les pays dont les résultats sont supérieurs à leur potentiel sont ceux pour lesquels l'Indice des Entrées Potentielles est faible, mais celui des Entrées Effectives est élevé ;
- Si les pays dont les résultats sont inférieurs à leur potentiel sont ceux dont l'Indice des Entrées Potentielles est élevé, mais celui des Entrées Effectives est faible ;
- Les "mauvais élèves" sont ceux qui enregistrent des Indices d'Entrées Effectives et Potentielles faibles.

---

<sup>4</sup> Selon les spécifications référencées dans la méthodologie de l'indice.

**Tableau 2.1.3.1 : Evolution du rang de certains pays - IEE ,1990-2010**

Economie	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Albanie	..	39	58	68	78	51	33	23	18
Allemagne	90	104	10	103	108	105	133	110	104
Autriche	75	85	48	62	95	33	114	86	87
Belgique	..	..	..	16	14	7	2	38	13
Bulgarie	103	92	22	11	7	4	5	27	42
Chypre	24	27	15	26	23	21	8	4	8
Croatie	..	105	46	52	36	31	27	44	112
Danemark	59	46	5	42	126	86	125	114	138
Estonie	..	21	27	3	19	16	36	14	23
Finlande	68	81	24	82	76	67	139	137	85
France	42	66	65	55	85	89	100	105	105
Géorgie	..	119	50	24	12	9	14	29	40
Grèce	49	84	114	132	104	132	120	122	119
Hongrie	33	4	33	25	44	97	60	95	81
Irlande	38	51	3	140	140	22	141	11	14
Islande	77	132	88	6	8	1	51	125	6
Italie	69	106	105	116	102	117	140	115	126
Lettonie	..	31	41	50	27	36	73	132	100
Lituanie	..	75	64	54	45	64	66	131	90
Luxembourg	..	..	..	7	1	141	6	1	1
Macédoine	..	120	31	105	39	32	49	79	56
Malte	29	32	8	14	3	14	24	15	15
Norvège	36	64	51	99	109	124	99	54	58
Pays Bas	11	37	7	32	103	12	130	48	141
Pologne	94	42	38	65	49	60	90	60	75
Portugal	8	94	35	90	51	126	108	109	123
Rep. Tchèque	..	20	17	15	70	53	87	97	50
Roumanie	..	73	75	28	24	57	42	63	73
Royaume Uni	15	60	21	21	42	47	78	59	76
Slovaquie	..	2	13	41	26	69	58	138	124
Slovénie	..	88	116	106	116	92	76	141	88
Suède	60	13	12	69	34	52	35	71	109
Suisse	21	90	23	136	18	43	86	33	140

NB: 141 pays ou territoires analysés, sélection de l'auteur

Source: CNUCED

## 2.2 Les indices de compétitivité

Depuis quelques années, Le Forum Economique Mondial<sup>5</sup> mesure la compétitivité nationale et établit chaque année un rapport de la compétitivité des pays<sup>6</sup>. Dans ce rapport, la compétitivité est globalement vue sous l'angle des facteurs, des politiques et des institutions déterminant le niveau de productivité d'un pays. Pour ce faire, le forum utilise plusieurs variables ayant potentiellement un impact sur la compétitivité finale. Le Forum Economique Mondial élabore trois grands indices pour mesurer les déterminants de compétitivité.

Dans une approche quasi concurrente, l'*Institut International pour le Développement du Management*<sup>7</sup> (IMD) de Lausanne publie chaque année le *World Competitiveness Yearbook* (WCY). Ce rapport classe et analyse la capacité des pays (ou territoires) à créer et à maintenir un environnement dans lequel les entreprises peuvent être compétitives. Partant du principe que la compétitivité analyse comment les nations et les entreprises gèrent la totalité de leurs compétences en vue de réaliser la prospérité ou le bénéfice, [GARE02], l'IMD présente un seul score global, le "*World Competitiveness Overall Ranking*". Cet indice évalue les interactions entre quatre aspects de la compétitivité : les performances économiques ("*Economic performance*"), l'efficacité des pouvoirs publics ("*Government efficiency*"), l'efficacité de l'environnement des affaires ("*Business efficiency*") et la qualité des infrastructures ("*Infrastructure*").

---

<sup>5</sup> *World Economic Forum*.

<sup>6</sup> *Les rapports de compétitivité sont plus connus sous l'appellation de "Competitiveness Reports". Jusqu'en 2000, ces rapports étaient ceux de l'International Institute for Management Development (IMD). Une initiative luxembourgeoise existe.*

<sup>7</sup> *International Institute for Management Development (IMD).*

### 2.2.1 Le "*Growth Competitiveness Index*" (FEM)

Le *Growth Competitiveness Index* est un indice composite issu de données quantitatives et d'enquêtes d'opinion<sup>8</sup>. Ces variables sont souvent regroupées en trois piliers que sont la qualité de l'environnement macroéconomique, l'état des institutions nationales et le niveau technologique du pays.

Cet indice fait une distinction entre pays dits d'innovation et d'autres dits de la périphérie. Il y est admis que l'adoption et le transfert des technologies sont, en termes réels, plus importants que l'innovation pour les pays de la périphérie. De plus, l'analyse admet que les facteurs de compétitivité ne sont pas les mêmes pour les deux catégories. Au titre de cet indice, l'économie la plus compétitive est celle qui va vraisemblablement se développer le plus vite sur le moyen et le long terme.

La méthodologie utilisée pour mesurer la compétitivité a constamment été améliorée. L'objectif est de prendre en compte les dernières théories faisant de la productivité tendancielle un élément central pour la capacité d'un pays à assurer une prospérité suffisante et croissante à ses citoyens<sup>9</sup>. Cet indice, de par sa prétention de donner les clés de la croissance, est le plus médiatisé et le plus commenté. Cependant, les critiques le trouvent moins sophistiqué. En effet, il accorde une faible place à des facteurs structurels importants tels que le niveau d'éducation ou la qualité des infrastructures.

---

<sup>8</sup> *World Economic Forum's Executive Opinion Survey*.

<sup>9</sup> *Depuis l'an 2001, cette méthodologie est basée sur un modèle développé pour le Forum Économique Mondial par John W. McArthur et Jeffrey D. Sachs (Center for International Development, Harvard University). Cet indice a disparu en 2006.*

### 2.2.2 Le "*Business Competitiveness Index*" (FEM)

Le *Business Competitiveness Index* est aussi un indice composite issu de données mesurant les conditions de compétitivité d'une firme dans un pays donné. Il met en avant des facteurs microéconomiques tels que l'organisation de la firme et l'environnement des affaires.

Ces facteurs expliqueraient les niveaux courants de la productivité et de la compétitivité. Ainsi, la bonne gestion des entreprises et des territoires est prise en compte. L'indice pondère les indicateurs en fonction de leur corrélation avec le niveau de richesse des pays.

Cet indice est différent de la conception macroéconomique et prospective du *Growth Competitiveness Index*. Il cherche à mesurer deux aspects principaux : le degré de perfectionnement de la stratégie et des opérations d'une entreprise et la qualité du milieu commercial dans lequel elle fonctionne<sup>10</sup>

### 2.2.3 Le "*Global Competitiveness Index*" (FEM)

Le *Global Competitiveness Index* est le dernier indice mis en place par le Forum Economique Mondial. Il résulte de la prise en compte des critiques et intègre l'ensemble des composantes utilisées dans les deux indices qu'il calculait jusqu'ici séparément.

Regroupant environ une centaine de variables, cet indice est cette fois-ci fondé sur neuf piliers classifiés en trois niveaux<sup>11</sup> :

---

<sup>10</sup> Cet indice a le soutien de chercheurs tels que Michael E. Porter et Bishop William Lawrence de la Harvard Business School.

<sup>11</sup> Selon les spécifications référencées dans la méthodologie de l'indice.

- 1 . Le premier niveau rassemble les facteurs constituant la nécessité de base
  - Les institutions,
  - Les infrastructures
  - La macroéconomie
  - La santé et l’enseignement primaire
- 2 . Le second niveau regroupe les améliorateurs d’efficacité,
  - La santé et l’enseignement supérieur,
  - L’efficacité du marché,
  - Le niveau technologique,
- 3 . Le troisième niveau cerne l’innovation et la modernisation,
  - La modernisation des activités,
  - L’innovation

Le GCI<sup>12</sup> visait à évincer les deux premiers dans la communication du *World Economic Forum*. Il est beaucoup plus complexe. La méthodologie reprend l’idée des stades de la croissance dont X. Sala-i-Martin est l’un des théoriciens, [BARR03]. Pour cet indice, les concepteurs acceptent que tous les facteurs n’influencent pas équitablement l’économie du pays et, de plus, le poids de leur influence diffère d’un pays à l’autre. Cela s’explique par les différences en niveau de développement économique. L’indice donne plus de poids aux piliers les plus importants à un niveau de développement d’un pays donné. Cet indice semble être un outil beaucoup plus complet.

Pour cet indice, l’Europe<sup>13</sup> est certainement le continent regroupant les pays les plus compétitifs. Les nations européennes les plus compétitives sont : la Suisse, la Finlande, la Suède, le Danemark, l’Allemagne, les pays Bas et le Royaume Uni.

---

<sup>12</sup> *Cet indice a officiellement commencé en 2006.*

<sup>13</sup> *Choix basé sur la liste de pays fournie par le Portail de l’Union Européenne ([http://europa.eu/index\\_fr.htm](http://europa.eu/index_fr.htm)). Certains pays de cette liste ne sont pas dans le classement du Forum Economique Mondial.*

Par ailleurs, sur les 6 années étudiées, la France reste beaucoup plus compétitive que le Luxembourg. L'Irlande qui entre 2006 et 2008 était dite plus compétitive que le Luxembourg, s'est fait surpasser par ce dernier depuis 2009.

Depuis la crise de 2008, Chypre, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, la Slovaquie et la Slovénie, sont les pays européens qui ont perdu le plus en compétitivité. La Macédoine, la Pologne, le Luxembourg, la Hongrie et la Bulgarie sont certainement le pays qui ont vu leur compétitivité s'accroître sur cette période. Par ailleurs, le Luxembourg a gagné 2 places alors que la France en perdait 2 entre 2008 et 2011.

Finalement, la diversité des classements obtenus selon les indicateurs démontre la sensibilité des résultats à des choix méthodologiques relativement arbitraires. L'article de Lall, [LALL01], constitue un excellent résumé critique. Une critique fondamentale des indices du Forum Economique Mondial est la faiblesse de sa base de données par rapport à celle d'autres institutions. Cependant, il faut signaler les efforts considérables du Forum pour impliquer les organismes nationaux.

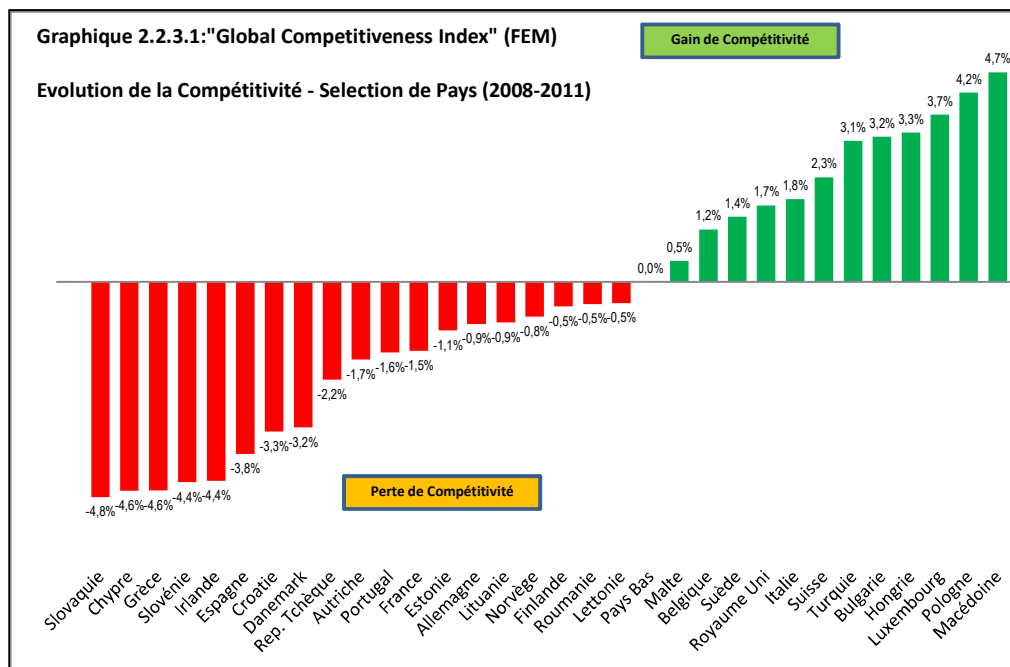


Tableau 2.2.3.2 : Classement du "Global Competitiveness Index" du FEM

Economie	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>1</b>	<b>Suisse</b>	Etats Unis	<b>Etats Unis</b>	Suisse	Suisse	Suisse
<b>2</b>	<b>Finlande</b>	Suisse	Suisse	<b>Etats Unis</b>	Suède	<b>Singapour</b>
<b>3</b>	<b>Suède</b>	Danemark	Danemark	<b>Singapour</b>	<b>Singapour</b>	Suède
<b>4</b>	<b>Danemark</b>	Suède	Suède	Suède	<b>Etats Unis</b>	<b>Finlande</b>
<b>5</b>	<b>Singapour</b>	Allemagne	<b>Singapour</b>	Danemark	Allemagne	<b>Etats Unis</b>
<b>6</b>	<b>Etats Unis</b>	Finlande	Finlande	Finlande	<b>Japon</b>	Allemagne
<b>7</b>	<b>Japon</b>	<b>Singapour</b>	Allemagne	Allemagne	Finlande	Pays Bas
<b>8</b>	<b>Allemagne</b>	<b>Japon</b>	Pays Bas	<b>Japon</b>	Pays Bas	Danemark
<b>9</b>	<b>Pays Bas</b>	Royaume Uni	<b>Japon</b>	<b>Canada</b>	Danemark	<b>Japon</b>
<b>10</b>	<b>Royaume Uni</b>	Pays Bas	<b>Canada</b>	Pays Bas	<b>Canada</b>	Royaume Uni
<b>Allemagne</b>	8	5	7	7	5	6
<b>Autriche</b>	17	15	14	17	18	20
<b>Belgique</b>	20	20	19	18	19	15
<b>Bulgarie</b>	72	79	76	76	71	74
<b>Chypre</b>	46	55	40	34	40	47
<b>Croate</b>	51	57	61	72	77	76
<b>Danemark</b>	4	3	3	5	9	8
<b>Espagne</b>	28	29	29	33	42	36
<b>Estonie</b>	25	27	32	35	33	33
<b>Finlande</b>	2	6	6	6	7	4
<b>France</b>	18	18	16	16	15	18
<b>Géorgie</b>	85	90	90	90	93	88
<b>Grèce</b>	47	65	67	71	83	90
<b>Irlande</b>	21	22	22	25	29	29
<b>Islande</b>	14	23	20	26	31	30
<b>Italie</b>	42	46	49	48	48	43
<b>Lettonie</b>	36	45	54	68	70	64
<b>Lituanie</b>	40	38	44	53	47	44
<b>Luxembourg</b>	22	25	25	21	20	23
<b>Malte</b>	39	56	52	52	50	51
<b>Norvège</b>	12	16	15	14	14	16
<b>Pays Bas</b>	9	10	8	10	8	7
<b>Pologne</b>	48	51	53	46	39	41
<b>Portugal</b>	34	40	43	43	46	45
<b>Rep. Tchèque</b>	29	33	33	31	36	38
<b>Roumanie</b>	68	74	68	64	67	77
<b>Royaume Uni</b>	10	9	12	13	12	10
<b>Slovaquie</b>	37	41	46	47	60	69
<b>Slovénie</b>	33	39	42	37	45	57
<b>Suède</b>	3	4	4	4	2	3
<b>Suisse</b>	1	2	2	1	1	1
<b>Ukraine</b>	78	73	72	82	89	82

Source: World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2007-2012. (selection de pays)



#### 2.2.4 L'indice de Compétitivité Global (IMD)

Pour cet indice, le déterminant de performance économique est l'évaluation macroéconomique du territoire. Il concerne des facteurs tels que le commerce international, les investissements à l'étranger, l'emploi et les prix.

Le second déterminant, l'efficacité des pouvoirs, cerne l'impact des politiques publiques sur la compétitivité. Il est décrit par des facteurs tels que les finances publiques, la politique fiscale, les institutions et la législation sur les entreprises et sociétés.

Le troisième déterminant, l'efficacité des entreprises, permet d'interpréter dans quelle mesure les entreprises exercent leur activité de façon innovante, profitable et socialement responsable. Il se consacre à la productivité et l'efficacité, au marché du travail, aux finances, aux stratégies de gestion et aux attentes des entreprises.

Finalement, le déterminant de qualité des infrastructures est celui qui mesure la satisfaction des entreprises en termes de ressources structurelles, technologiques, scientifiques et humaines. Il concerne toutes les infrastructures telles que la technologiques, l'éducation, la santé et l'environnement.

Pour établir ces classements de pays et régions, la base de données de l'IMD comprend essentiellement des séries statistiques de plus de trois cent variables soit issues d'organismes telles que l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE), le Fonds Monétaire International (FMI) ou d'autres organismes, soit tirées d'enquêtes dans les milieux d'affaires.

Les variables ont des champs de variation absolument hétérogènes ; L'indice réduit leurs valeurs aux écarts normalisés à la moyenne. Lesdits écarts sont ensuite agrégés

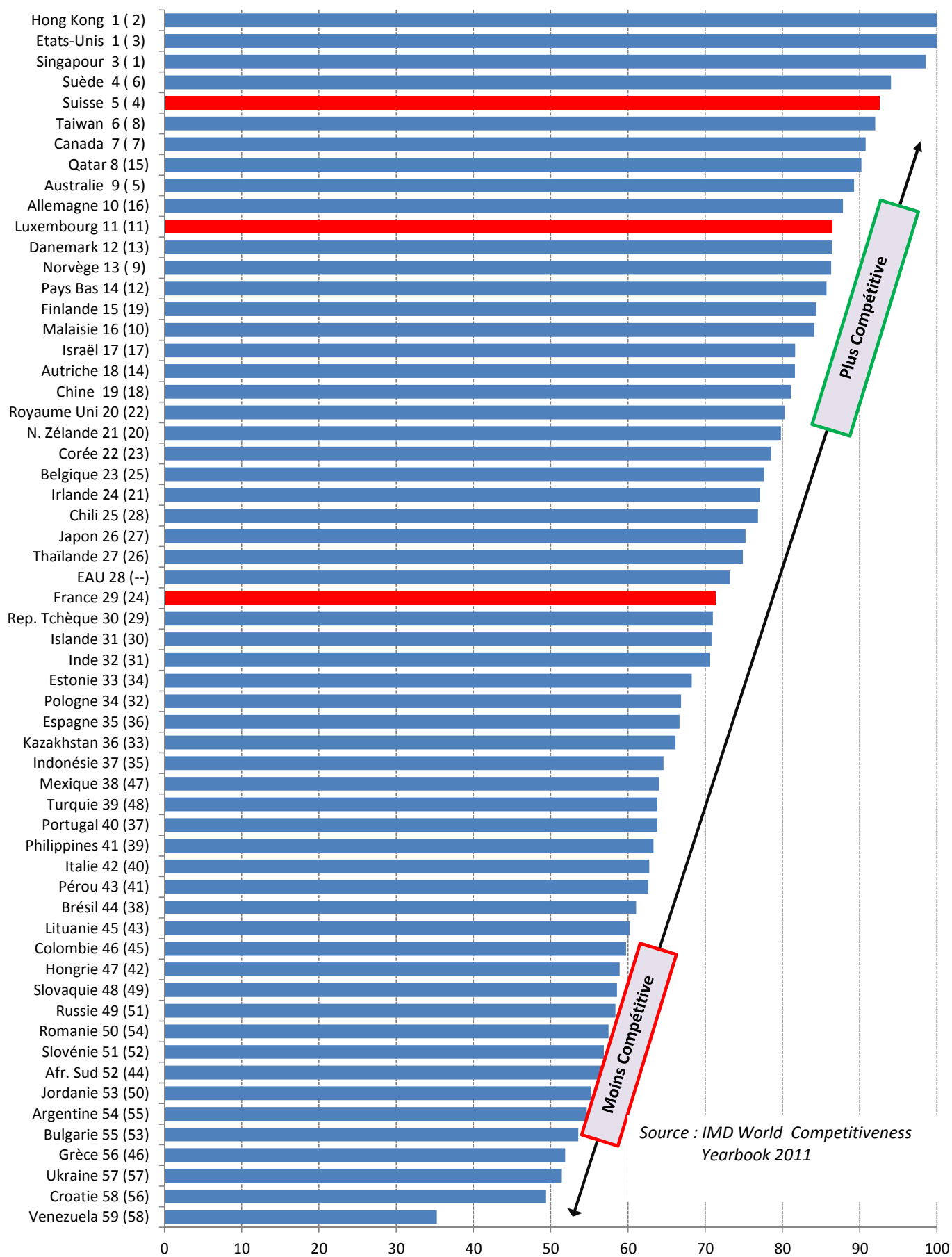
par sous-facteurs, facteurs et score global.

Cette méthodologie originale consiste à résumer les statistiques en différents sous facteurs inclus dans chacun des déterminants de compétitivité participant équitablement à la construction de l'indice final. Ces dernières années, la méthodologie d'évaluation de la compétitivité des pays a été constamment affinée en fonction de l'évolution de l'environnement et des avancées de la recherche.

Une analyse (graphique 2.2.4.1) de l'évolution de ce classement entre 2010 et 2011 montre une relative bonne compétitivité des économies européennes. La Suisse, l'Allemagne et le Luxembourg sont incontestablement les nations européennes les plus compétitives. La France n'est que moyennement compétitive.

Ce classement très apprécié est toutefois souvent critiqué. C'est souvent le fait de ce certains pays qui bénéficient d'un classement qu'ils jugent préjudiciable pour leur économie. Les utilisateurs du rapport relèvent deux principales critiques méthodologiques : la première critique est relative au mode de calcul qui peut paraître arbitraire. La seconde critique est la prééminence des enquêtes d'opinion réalisées auprès des décideurs économiques de chaque pays. Les réponses obtenues auprès de chacun des panels nationaux sont pourraient être peu comparables entre elles.

Graphique 2.2.4.1: Indice de Compétitivité globale - IMD : Rang en 2011 et (2010)



Source : IMD World Competitiveness Yearbook 2011

## 2.3 Les autres indices

Etant donné que les notions de compétitivité et d'attractivité sont souvent associés l'un à l'autre, certains organismes ont créés des indices les prenant en compte simultanément. *A.T. Kearney* est un cabinet de renommée mondiale en stratégie et management<sup>14</sup>. Il œuvre généralement auprès des entreprises à la recherche de résultats durables en combinant approche stratégique et travail en coopération. Ce cabinet élabore chaque année deux indices. L'un, le "*Confidence Index*" est issu d'une enquête d'opinion auprès des décideurs privés sur l'image du pays. L'autre, le "*Globalization Index*" est un indice composite fondé sur quelques dizaines d'indicateurs mesurant le degré d'ouverture du pays aux flux de différentes natures.

Institut de recherche et d'enseignement, *The Heritage Foundation*, créé en 1973, s'est donné pour mission d'élaborer et de promouvoir des politiques publiques conservatrices fondées sur les principes de la "libre entreprise", de la "limitation des pouvoirs du gouvernement" et des "libertés individuelles". Conjointement avec le *Wall Street Journal*, cette institution produit annuellement l'Indice de Liberté Economique<sup>15</sup>. Cette publication annuelle permet de cerner l'impact des changements de politiques gouvernementales sur la liberté économique dans chacun des pays couverts<sup>16</sup>.

Dans une optique assez pragmatique, la Banque Mondiale a mis en place un dispositif ayant pour ambition de mesurer les conditions de l'environnement réglementaire des affaires dans plus d'une centaine de pays du monde : le "*Doing business database*".

---

<sup>14</sup> *Le cabinet n'a pas accepté de nous fournir des données récentes. Leurs coûts étant largement prohibitifs, nous n'analysons que des données anciennes devenues publiques.*

<sup>15</sup> *Index of Economic Freedom*

<sup>16</sup> *La version de 2007 couvrait 157 pays.*

### 2.3.1 Le "*Globalization Index*" (*A.T. Kearney*)

Cet indice, calculé chaque année, classe une soixantaine de pays. Il ne traite pas de compétitivité mais mesure l'ouverture des pays. Les données nécessaires à la construction de l'indice sont issues d'organisations internationales telles que la Banque Mondiale, le Fond Monétaire International et l'Union Internationale des Télécommunications. L'indice de globalisation est calculé grâce à une douzaine de facteurs regroupés en déterminants <sup>17</sup> :

- L'intégration économique qui est cernée par les exportations, les importations, et les flux d'investissements étrangers ;
- La technologie qui valorise l'accessibilité aux nouvelles technologies de la communication notamment le nombre d'internautes et de serveurs et l'accès à des réseaux sécurisés ;
- Le contact personnel mesure les activités avec l'extérieur soit par les échanges touristiques internationaux, le trafic téléphonique et les transferts courants internationaux ;
- L'engagement politique est décrit par des éléments tels que la participation aux organisations internationales, aux missions de sécurité de l'Organisation des Nations Unies et le nombre d'ambassades étrangères.

Pour chaque facteur, les pays reçoivent des scores. Ces derniers permettent de faire un premier classement par facteurs. La méthodologie utilisée par *A.T. Kearney* suscite plusieurs interrogations majeures, tenant tant à la méthode qu'aux résultats.

---

<sup>17</sup> Selon les spécifications référencées dans la méthodologie de l'indice.

Tableau 2.3.1.1: Globalization Index (A.T. Kearney) - 2007

GI Rang en 2007	Pays	Determinants				Facteurs													GI Rang en 2006
		Economique	Personelle	Technologique	Politique	Intégration économique		Contact Personnel			Technologie			Political engagement					
						Commerce	IDE	Telephone	Transport	Transfert courant	Utilisation d'internet	Serveurs d'internet	Reseaux sécurisés	Organisations Internationales	Participation au mission de l'ONU	Traités	Transferts gouvernementaux		
1	Singapour	2	3	15	40	1	5	2	6	60	25	12	13	42	14	40	56	1	
2	Hong Kong	1	1	17	71	2	1	1	2	43	16	14	18	71	71	71	57		
3	Pays-Bas	4	16	6	8	16	2	9	13	34	2	2	11	5	19	14	10	7	
4	Suisse	11	2	7	28	22	8	4	7	5	15	16	5	42	11	40	18	2	
5	Irlande	6	4	13	5	8	6	3	5	11	27	22	8	13	2	14	32	4	
6	Danemark	5	13	5	7	26	4	10	16	24	13	3	7	5	13	14	19	5	
7	Etas Unis	71	40	1	51	71	69	13	40	66	8	1	1	1	26	68	46	3	
8	Canada	34	11	2	13	42	25	5	24	67	6	15	2	2	18	14	36	6	
9	Jordan	10	5	50	1	9	10	29	32	1	47	54	49	56	1	1	3		
10	Estonie	3	10	21	25	5	3	31	3	22	14	21	20	13	44	14	6		
11	Suède	15	19	8	10	27	13	15	12	45	1	8	9	29	7	14	21	10	
12	Royaume Uni	18	21	9	6	53	12	16	15	41	19	18	6	5	10	14	26	12	
13	Australie	26	39	3	41	67	14	11	36	62	3	5	4	42	24	40	45	8	
14	Autriche	20	8	14	4	18	26	14	4	33	17	7	16	13	3	14	9	9	
15	Belgique	7	7	22	16	4	9	6	18	14	20	30	19	5	16	40	8		
16	Nouvelle Zélande	57	23	4	34	51	52	7	27	64	5	9	3	42	28	14	31	11	
17	Norvège	35	27	11	26	41	27	22	19	44	9	6	10	29	21	14	30	14	
18	Finlande	38	36	10	27	33	36	28	17	57	12	4	12	13	15	40	23	13	
19	Rep. Tchèque	12	6	29	32	11	15	35	1	25	32	24	30	13	48	14	12	16	

Tableau 2.3.1.1: Globalization Index (A.T. Kearney) - 2007

GI Rang en 2007	Pays	Determinants				Facteurs													GI Rang en 2006
		Economique	Personelle	Technologique	Politique	Intégration économique		Contact Personnel			Technologie			Political engagement					
						Commerce	IDE	Telephone	Transport	Transfert courant	Utilisation d'internet	Serveurs d'internet	Reseaux sécurisés	Organisations Internationales	Participation au mission de l'ONU	Traités	Transferts gouvernementaux		
20	Slovénie	23	17	23	12	15	44	21	8	26	11	27	22	13	22	14	13	17	
22	Allemagne	45	34	16	19	36	50	18	25	59	22	25	14	5	12	40	20	18	
24	Hongrie	14	26	28	14	14	20	32	10	40	29	20	32	13	38	1	11	20	
25	France	31	29	24	3	58	18	23	14	49	21	23	23	2	8	14	16	23	
26	Croatie	24	9	30	39	19	30	17	9	12	28	37	29	42	55	1	27	22	
27	Bulgarie	13	31	40	33	13	16	40	26	20	37	36	42	29	54	1	24		
28	Japon	70	65	12	15	69	66	47	51	69	7	11	15	29	4	14	54	28	
29	Espagne	40	30	25	18	52	28	26	23	39	24	32	21	5	23	14	25	25	
31	Portugal	54	24	27	9	45	54	25	20	27	31	19	25	5	20	14	14	24	
32	Slovaquie	16	54	32	24	6	31	37	41	52	26	31	37	13	30	1	65	26	
34	Italie	56	38	26	11	59	40	20	28	53	18	26	28	5	17	14	22	27	
36	Roumanie	29	37	42	35	35	21	44	37	10	35	48	48	13	49	1	48	30	
41	Pologne	44	41	36	30	38	46	45	22	36	33	39	36	13	42	14	17	33	
45	Grèce	68	33	35	21	65	70	24	21	56	38	28	31	2	29	40	7	32	
65	Turquie	51	66	43	58	48	47	55	39	72	43	40	38	29	57	55	52	57	

Source: A.T. Kearney

Par ailleurs, comparer le degré d'ouverture de pays ayant des tailles différentes peut être problématique. En effet, un petit pays est souvent plus ouvert qu'un pays plus grand. C'est certainement ce qui explique le rang de certains petits Etats tels que l'Irlande, les Pays Bas, Singapour et la Suisse. Notre remarque pourrait cependant souffrir de crédibilité si nous considérons le bon rang des Etats-Unis.

Une seconde critique tient à la faiblesse du nombre des facteurs d'analyse pour cerner l'ouverture du pays. Par exemple, mesurer l'intégration économique avec seulement deux facteurs semble insuffisant au regard de la littérature. Ainsi, ne devrait-on pas être un peu dubitatif quant à la capacité intrinsèque de cet indice à remplir ces ambitions ?

### **2.3.2 Le "*Confidence Index*" (*A.T. Kearney*)**

Chaque année, *A.T. Kearney* publie un indice de confiance des investissements directs étrangers (IDE). Cet indice évalue l'impact des changements politiques, économiques et réglementaires potentiels sur les stratégies des dirigeants des plus grandes entreprises du monde vis-à-vis de l'étranger. Cet indice est issu d'une enquête d'opinion réalisée auprès des décideurs privés sur l'image du pays concerné.

Le cabinet *A.T. Kearney* dit interroger les plus hauts responsables des mille plus grandes entreprises mondiales. Il s'agit de cerner leurs intentions d'expansion future. L'indice d'un pays est calculé grâce aux réponses ne provenant pas du pays concerné. En d'autres termes, l'indice relatif à la Suisse ne prend en compte que les réponses provenant de tous les autres pays à l'exception de la Suisse.

Pour cet indice, le cabinet utilise d'autres données issues de la Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (CNUCED), de la Banque Mondiale (BM), du Fonds Monétaire International (FMI), l'Organisation de Coopération

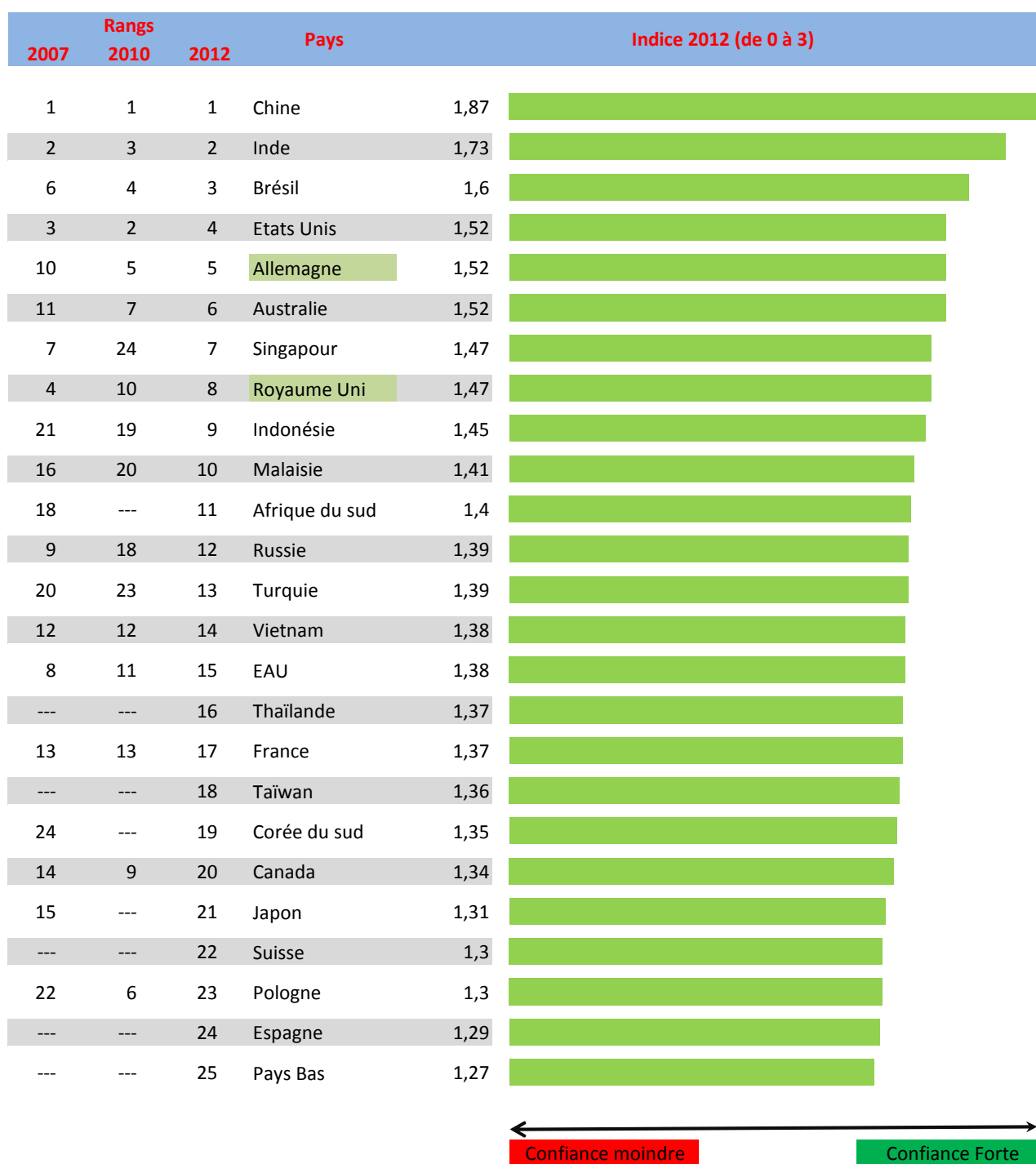
et de Développement Economiques (OCDE), la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD), et l'*Economist Intelligence Unit*. Le cabinet est souvent en relation avec les agences de promotion de l'investissement des pays, les banques centrales nationales, les ministères des finances et du commerce, ainsi que la presse locale.

L'enquête d'opinion de *A.T. Kearney* semble jouir d'une belle analyse sur les grandes tendances de l'investissement international. Les critiques formulées face à cet indice soulignent qu'il ne saurait être suffisant pour comparer de façon efficiente les systèmes socio-productifs d'un pays. En effet, cette enquête est souvent considérée générale. De ce fait cet indice est certainement un outil très pauvre de "*benchmarking*" et d'orientation des politiques économiques nationales.

Pour cet indice, l'Inde et la Chine se sont longtemps disputées la primauté des investissements directs étrangers. Ils sont suivis par les Etats-Unis. Pour ces trois pays, il faut cependant prendre en compte la taille du marché. L'Allemagne et le Royaume-Uni sont les premiers pays européens les plus attractifs. L'attractivité de la France, malgré quelques soubresauts dans le passé, ne s'améliore guère. Au classement de 2012, ce pays était au 17e rang mondial. Compte tenu de la crise de 2008, la France, le Royaume Uni et la Pologne ont reculé dans le classement. Seule l'Allemagne a améliorée son classement.



Tableau 2.3.2.1: A.T. Kearney Fdi Confidence Index, 2012



Source: A.T. Kearney Fdi Confidence Index, 2012

### 2.3.3 L'Indice de Liberté Economique (Heritage)

Pour construire cet indice, Kane *et al.*, [KANE07], ont une approche dite positive de la liberté économique<sup>18</sup>. Pour eux, la liberté économique implique une absence de contrainte gouvernementale. Leur définition de liberté économique inclut tous les privilèges et les droits de production, de distribution ou de consommation de biens et services.

Une totale liberté économique devrait fournir un droit absolu de propriété, la libre circulation des travailleurs, des capitaux et des productions. De plus, elle devrait être traduite par une absence totale de coercition ou de contrainte sur la production, la distribution ou la consommation de biens et services au-delà de ce qui est nécessaire aux citoyens pour protéger durablement cette liberté. Autrement dit, les individus devraient être libres de travailler, de produire, de consommer et d'investir selon leurs propres convictions. Cette liberté devrait être garantie et protégée par l'Etat<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> *Chapitre 3 : " Methodology : Measuring the 10 Economic Freedoms, by Beach, William W. and Kane, Tim. pp 38.*

*(“The authors of the Index perceive economic freedom as a positive concept, recognizing that its traditional definition as an absence of government coercion or constraint must also include a sense of liberty as distinct from anarchy. Governments are instituted to create basic protections against the ravages of nature, so that positive economic rights such as property and contract are given social as well as individual defense against the destructive tendencies of others. The definition of economic freedom therefore encompasses all liberties and rights of production, distribution, or consumption of goods and services. The highest form of economic freedom provides an absolute right of property ownership, fully realized freedoms of movement for labor, capital, and goods, and an absolute absence of coercion or constraint of economic liberty beyond the extent necessary for citizens to protect and maintain liberty itself. In other words, individuals are free to work, produce, consume, and invest in any way they please, and that freedom is both protected by the state and unconstrained by the state.”).*

<sup>19</sup> *Kane ; Holmes ; O’Grady (2007), Chapitre 3*

L'indice est composé d'une série de facteurs indépendants résumés en dix catégories. De ces catégories, on tire des indices simples qui sont considérés équitablement afin de produire l'Indice de Liberté Economique. Finalement, il est établi une typologie des pays selon le niveau de l'indice.

Ainsi, supposons  $ILE_p$  l'Indice de Liberté Economique d'un pays  $p$ , ce pays est qualifié de<sup>20</sup> :

- Libre si  $ILE_p \in [80; 100]$
- Principalement libre si  $ILE_p \in [70; 80[$
- Quasi libre si  $ILE_p \in [60; 70[$
- Plutôt contrôlé si  $ILE_p \in [50; 60[$
- contrôlé si  $ILE_p \in [0; 50[$

Au récent classement<sup>21</sup>, la Suisse était le seul pays européen à être considéré comme libre. Avant la crise de 2008, ce pays était principalement libre. En 2007, l'Irlande et le Royaume Unis étaient considérés comme libres ; cet état a un peu diminué, ils se retrouvent dans la même catégorie que d'autres pays tels que l'Allemagne et la Suède.

Par ailleurs, certains pays tels que la Belgique et le Luxembourg n'ont pas connu d'évolution entre 2007 et 2012. Ils restent dans la catégorie des pays principalement libre. Quand, de "grands pays" comme la France se retrouvent dans les pays quasi libre au même titre que la Pologne et la Slovaquie. En 2007, l'Italie se retrouvait parmi les pays quasi libres respectivement. Au classement 2012, le pays a intégré les pays plutôt contrôlés.

---

<sup>20</sup> Les termes anglais "free", "mostly free", "moderately free", "mostly unfree", "repressed" employés par la Heritage Foundation sont traduit respectivement par "libre", "principalement libre", "quasi libre", "plutôt contrôlé" et "contrôlé".

<sup>21</sup> Confère carte suivante.

L'analyse qu'on peut faire de cet indice est qu'il est difficile de parler de développement sans parler de compétitivité. Et, par ailleurs, la compétitivité ne saurait exister sans une véritable libéralisation de l'économie. De ce fait, l'intervention publique est considérée comme non-compétitive. Par conséquent, il est possible de faire une critique fondamentale.

L'intervention publique intégrant les dépenses de santé et d'éducation par exemple, il est foncièrement erroné de considérer la totalité des actions publiques comme néfastes. Par ailleurs, certains critiques semblent affirmer que les fondements de l'indice ne fait pas participer les professionnels locaux. Toutefois, cet indice est certainement le plus complet en termes de liberté économique<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup>Le magazine *Forbes* produit un indice quasi similaire : le "*Tax Misery Index*" qui mesure le poids des prélèvements publics dans l'économie nationale.

# Europe



**Economic Freedom Scores**

- 80-100 Free
- 70-79.9 Mostly Free
- 60-69.9 Moderately Free
- 50-59.9 Mostly Unfree
- 0-49.9 Repressed
- Not Ranked



Sources: Terry Miller, Kim R. Holmes, and Edwin J. Feulner, 2012 *Index of Economic Freedom* (Washington, D.C.: The Heritage Foundation and Dow Jones & Company, Inc., 2012), at [www.heritage.org/index](http://www.heritage.org/index).

### 2.3.4 Le "*Doing Business*" (Banque Mondiale)

La base de données "*Doing Business*" rassemble une trentaine d'indicateurs comparatifs concernant cinq thèmes principaux : le lancement d'une entreprise, les conditions d'embauche et de licenciement, le cadre juridique des contrats, l'accès au crédit et la fermeture d'une entreprise<sup>23</sup>.

La Banque Mondiale prévoit d'accroître progressivement le nombre déterminants et de pays concernés par la comparaison. Bien qu'il ne s'agisse ni d'un indicateur direct d'attractivité, ni même d'un indicateur global du coût des affaires, ces travaux sont souvent utilisés par les firmes multinationales pour des comparaisons objectives. L'étude *Doing Business* de la Banque analyse des blocages administratifs à la croissance et procède par analyse des procédures.

Le rapport de 2006, [BANK06], était le troisième de la série de rapports annuels analysant les réglementations qui influencent l'activité commerciale. Ce rapport a introduit de nouveaux indicateurs quantitatifs sur les réglementations commerciales et leur application. Il permet de comparer de façon temporelle les différents pays de la base. Le nombre de secteurs est passé à dix avec l'ajout de l'analyse des licences, le paiement des impôts et le commerce entre pays.

L'ambition du rapport de la Banque Mondiale est d'identifier des indicateurs pouvant évaluer les réglementations publiques et la protection des droits de propriété, ainsi que leurs effets sur les sociétés du pays. Ainsi, les indicateurs devraient étudier le degré de réglementation, comme par exemple le nombre de procédures à effectuer pour créer une entreprise ou transférer une propriété commerciale. Par ailleurs, on doit pouvoir évaluer les résultats des réglementations, tels que le temps et le coût impliqués pour faire respecter un contrat, déclarer une faillite ou réaliser des échanges

---

<sup>23</sup> Selon les spécifications référencées dans la méthodologie de la Banque Mondiale.

transfrontaliers. Au-delà de l'étude des charges fiscales sur les entreprises, les indicateurs ont aussi pour objectif de mesurer l'étendue des protections légales de la propriété et le degré de flexibilité du droit du travail.

*"Les pays sont classés en fonction de la facilité d'y faire des affaires, de 1 à 183, la première place indiquant le plus haut niveau de facilité. Un classement élevé sur l'indice de facilité de faire des affaires signale un environnement réglementaire propice aux opérations commerciales. L'indice correspond à la moyenne des classements sur les 10 indices étudiés. Chaque indice est affecté du même coefficient"*<sup>24</sup>. L'illustration suivante (Tableau 2.3.4.1) donne le classement de 31 pays de l'OCDE en 2011.

La méthodologie du *Doing Business* présente quatre limitations qui doivent être prises en compte lors de l'interprétation des données. Premièrement, les données collectées concernent l'activité observée dans les villes les plus importantes du pays et peuvent ne pas être représentatives des pratiques d'autres régions. Deuxièmement, elles se concentrent souvent sur une forme d'entreprise spécifique – une société à responsabilité limitée de taille donnée - et peuvent ne pas être représentatives de la réglementation relative aux autres formes d'entreprise.

Troisièmement, les mesures temporelles comportent une composante subjective selon les experts sondés par la Banque Mondiale. Ainsi, si les sources fournissent différentes estimations, les indicateurs ayant une composante temporelle représentent les valeurs moyennes des différentes réponses fournies selon les conventions de l'étude de cas. Quatrièmement, l'étude fait l'hypothèse de l'efficience de l'information quant à l'utilisation d'une procédure. Dans la pratique, l'entreprise ne dispose pas de toutes les informations nécessaires pour établir une procédure; cela peut donner lieu à des délais supplémentaires.

---

<sup>24</sup><http://français.doingbusiness.org/rankings>

**Tableau 2.3.4.1: Indice de Facilité de Faire des Affaires (Banque Mondiale) - 2011 , OCDE**

Economies	Facilité de Faire des Affaires	Création d'entreprise	Octroi de permis de construire	Raccordement à l'électricité	Transfert de propriété	Obtention de prêts	Protection des investisseurs	Paiements des impôts	Commerce transfrontalier	Exécution des contrats	Solutionnement de l'insolvabilité
Nouvelle-Zélande	1	1	1	13	1	2	1	10	17	9	14
États-Unis	2	4	4	8	8	2	2	19	12	6	12
Danemark	3	11	2	7	4	9	11	4	4	19	8
Norvège	4	16	21	6	2	19	9	7	6	4	3
Royaume-Uni	5	6	5	17	20	1	6	6	9	14	5
Rep. De Corée	6	7	8	5	21	4	20	11	2	2	11
Islande	7	13	12	1	4	16	13	9	29	3	10
Irlande	8	4	9	25	24	4	2	1	13	25	9
Finlande	9	14	16	10	10	16	16	8	3	10	4
Canada	10	3	7	31	15	9	2	2	22	24	2
Suède	11	19	6	4	9	19	11	14	5	21	15
Australie	12	2	15	15	14	4	16	16	18	11	13
Allemagne	13	25	3	2	22	9	22	25	8	7	22
Japon	14	26	22	11	19	9	7	28	11	20	1
Estonie	15	18	26	16	6	16	16	15	1	18	30
Suisse	16	24	17	3	7	9	31	3	21	16	24
Belgique	17	12	19	24	31	19	7	20	20	13	7
France	18	8	10	18	29	19	20	17	14	5	26
Portugal	19	9	28	14	11	30	13	21	16	15	18
Pays-Bas	20	22	29	21	17	19	25	12	9	17	6
Autriche	21	29	24	9	13	9	29	22	15	8	17
Israël	22	17	30	26	28	4	2	18	7	30	25
Slovénie	23	10	25	12	23	28	9	24	24	23	23
Espagne	24	28	13	22	18	19	22	13	25	21	16
Slovaquie	25	20	18	27	3	9	25	30	31	27	21
Luxembourg	26	23	11	19	27	31	27	5	19	1	27
Hongrie	27	14	20	28	16	19	27	26	28	12	29
Pologne	28	27	31	20	26	4	13	29	23	26	31
République tchèque	29	31	23	30	12	19	22	27	27	28	20
Italie	30	21	27	29	25	28	16	31	26	31	19
Grèce	31	30	14	23	30	27	30	23	30	29	28

NB : Les classements de Doing Business 2011 ont été modifiés afin de refléter les changements de méthodologie. Pour le Paiement des taxes et impôts, les économies ayant un taux d'imposition total inférieur à 32.5% dans Doing Business 2012 se sont vu assigner un taux d'imposition total de 32.5% pour le calcul du classement. Pour Doing Business 2011, le taux d'imposition total est de 32.7%.

Source: [www.doingbusiness.org/rankings](http://www.doingbusiness.org/rankings)



## Conclusion

À l'orée de cette revue des différents indicateurs de compétitivité et d'attractivité, nous pouvons souligner les différents écueils d'interprétation et de couverture des approches. L'existence même de divers indicateurs avec des classements qui ne coïncident pas forcément est certainement la preuve de la réalité des limites intrinsèques. Si certains sont réputés pour leur vide théorique quant aux fondements conceptuels, d'autres, par contre, sont critiqués pour leur méthodologie arbitraire surtout dans le choix des variables et de leurs pondérations.

Généralement, les utilisateurs combinent différents indices afin de mieux cerner la compétitivité d'un territoire donné. Ils s'accordent ordinairement à reconnaître que les plus complets sont les indices de compétitivité global de l'*International Institute for Management Development* et du *Forum Economique Mondial*.

De ce chapitre nous pouvons conclure que l'Europe reste une des destinations les plus attractives. Une analyse comparée des différents indices montre que les pays européens les plus attractifs sont : l'Allemagne, la Belgique, la Finlande, la France, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède.

Une analyse des réactions des professionnels adjointe d'une revue de littérature souligne que le travail de comparaison de la Banque Mondiale est techniquement le plus sérieux des indices internationaux. La Banque Mondiale dit être en contact permanent avec des correspondants locaux afin de détecter au plus vite les erreurs éventuelles sur les données nationales.

### Chapitre 3

## LA THÉORIE DES CENTRES FINANCIERS INTERNATIONAUX

### Introduction

Les centres financiers peuvent se définir comme des places où se déroulent plusieurs activités financières. A notre connaissance, les premières études sérieuses sur les centres financiers datent du milieu du vingtième siècle ([LABA55], [ROBT60], [KERR65], [LABA73], [KIND74] et [JOHN76]).

De ces différentes études, la plus complète semble être celle de Kindleberger ([KIND74]). En effet, tandis que la majeure partie de ces travaux se consacrait à l'analyse d'une place bien spécifique, cette étude s'est intéressée à la formation des centres financiers dans sept pays (Allemagne, Angleterre, Canada, Etats-Unis, France, Italie et Suisse).

Chacune de ces six études reste purement descriptive et ne s'attarde pas sur l'internationalisation des infrastructures. De plus, les facteurs incitatifs à la formation d'un centre financier n'ont pas été abordés. Cependant, elles ont le mérite d'avoir ouvert le débat sur l'organisation, la distribution, le classement et les interactions entre les centres financiers internationaux. Par la suite, plusieurs autres auteurs ont entrepris de comprendre les centres financiers. Ainsi, une panoplie de définitions adjointes de classification a vu le jour.

Ce chapitre vise à commenter la littérature économique sur les centres financiers internationaux. De faite, dans une première section, nous discutons des définitions et typologies des centres financiers. Nous y énonçons ainsi plusieurs approches basées sur la taille, l'activité, la couverture ou les spécificités intrinsèques.

La seconde section, consacrée à la théorie de la formation des places financières, aborde l'apport de la théorie économique classique et celle de l'économie géographique. Elle démontre qu'un centre financier est le lieu de concentration des capitaux, induisant ainsi une agglomération des institutions financières.

La dernière section traite de l'émergence des places financières. Elle analyse ses principaux déterminants et établie une typologie des facteurs d'émergence.

### 3.1 Les centres financiers : définition et typologie

Les tentatives de définition des centres financiers internationaux sont aussi diverses que diversifiées. Les plus communes datent des années 1970, période marquant un point important dans le développement des centres financiers.

#### 3.1.1 Une abondance de définitions

Un centre financier désigne le lieu où les transactions financières d'un territoire donné sont coordonnées et centralisées. Dufey et Giddy [DUGF78] ; définissent le centre financier comme une métropole avec une concentration d'institutions financières qui résument les transactions financières d'un pays ou d'une région. Selon cette étude, les centres financiers sont une extension des marchés domestiques offrant des meilleures infrastructures telles que les communications internationales et la localisation. Elle offre aussi différents autres facteurs concourant à lui donner une renommée internationale.

Dans leurs travaux, [NADL55], Nadlet *et al.* définissent un centre financier international comme une ville qui agit en qualité de chambre de compensation pour un éventail de transactions financières. Pour eux, cette ville agit comme une banque pour le monde entier et les services qu'elle offre facilitent la circulation des biens, services et capitaux entre les nations. Certaines de ces fonctions sont uniques, d'autres sont étroitement comparables à celles réalisées sur une échelle nationale ou régionale.

Les centres financiers sont donc des places financières où se déroulent plusieurs activités financières. La centralisation des transactions est un facteur primordial pour bénéficier des économies d'échelle dans le monde financier. En effet, cela implique une facile et rapide circulation des connaissances ; ce qui, à terme, est un facteur de

concurrence. De plus, cela est un élément moteur de la circulation des capitaux.

### 3.1.2 La typologie des centres financiers

Différents thèmes sont utilisés pour qualifier les centres financiers. On recense des locutions telles que "centre financier mondial", "centre financier régional" et "centre financier international". D'autres portent plus sur le domaine bancaire; il s'agit notamment de "centre financier offshore", "centre bancaire international" et "centre bancaire offshore".

Quoiqu'il n'existe pas de typologie unanimement partagée, il existe plusieurs tentatives de classification des centres financiers ([ANSI01]). Dans son analyse [CHEN76], Cheng utilise indifféremment les vocables "centre financier international", "centre financier régional" et "centre financier régional international". Johnson [JOHN76] a toutefois proposé un début de distinction entre "centre financier international" et "centre financier régional". Selon cet auteur, le "centre financier international" est une ville où les activités financières (banques, compagnies d'assurance et autres secteurs financiers) sont concentrées et où ces activités sont largement en relation avec tout ou partie significative du monde entier. Il distingue des "centres secondaires" (Paris, Hambourg et Zurich) et des "centres financiers internationaux" (Londres et New York).

Cette classification a largement évolué avec la nouvelle économie financière. Dans sa tentative de définition, Johnson ne propose cependant pas une définition claire des centres financiers régionaux. Il admettait que certains "centres financiers régionaux" (Hong Kong, Panama et Singapour) se sont construits grâce à une combinaison de la proximité géographique des pays dans lesquels les clients opèrent et de la sécurité et facilité offertes aux filiales, succursales et agences de banques étrangères dont le

siège social se trouve dans les "centres financiers internationaux". Pour Johnson, un "centre financier régional" est une place sur laquelle se concentre l'essentielle de l'activité financière et qui répond aux besoins financiers des agents économiques d'une région.

Dans leur analyse de la finance internationale [WASS63], Wasserman *et al.* proposent une distinction entre "centres financiers internationaux" et "centres financiers mondiaux"; leur description des "centres financiers internationaux" est quasi similaire à celle proposée par Nadler *et al.* dans [NADL55]. Parallèlement, admettant que certains centres offrent davantage de facilités que d'autres, ils concluent à l'existence de "centres mondiaux". A cette époque, ils attribuaient le caractère mondial aux seules places de New York et Londres; tandis que Paris, Amsterdam, Zurich et Tokyo n'étaient que des "centres internationaux".

La théorie financière veut aussi qu'une place ne puisse prendre en main les activités financières internationales de façon appropriée que si elle peut déjà couvrir son marché domestique. Cela supposerait que, dans un même pays, il ne saurait exister deux places financières ayant le même niveau de "hiérarchie". Cette conclusion est extrêmement délicate si on devait prendre l'exemple de vastes pays comme les Etats-Unis. De plus, compte tenu de la complémentarité des places, il serait difficile de l'accepter.

Dans son analyse [REED81], Reed considère que toute place financière est capable de fournir la base de l'activité internationale. Pour lui, un "centre financier" est une zone urbaine sur laquelle sont concentrées des institutions spécialisées qui possèdent, au moins marginalement, les compétences et capacités internationales nécessaires pour faciliter la circulation des biens, des services, de l'information et des capitaux entre sa propre économie nationale et les autres économies nationales du monde. Les activités du centre sont influencées par des facteurs aussi bien internes qu'externes. Ces centres peuvent servir, de façon marginale, de centres satellites pour les centres classés plus

haut dans la hiérarchie.

Partant de cette définition, il conclut qu'un centre financier est de fait international. Il suppose qu'il n'existe pas de traitement particulier pour les besoins internationaux. La capacité d'une place financière se mesure plutôt par ses infrastructures financières (institutions et interconnexions). Le grand nombre d'institutions étrangères sur une place pourrait déterminer sa classification comme internationale ou non.

D'autres typologies se sont focalisées sur le type de clientèle. Dufey et Giddy dans [DUGF78], proposent de définir un "centre offshore" comme étant un "centre financier" qui concentre l'activité d'intermédiation financière essentiellement pour le compte de clients non-résidents. Cette définition sera complétée en 1979 par McCarthy, [MCCA79], qui évoque le cas de villes, régions ou pays qui font des efforts délibérés pour attirer des établissements bancaires offshores (c'est-à-dire des établissements gérant des capitaux provenant d'épargnants non-résidents) tout en réduisant les barrières d'entrée et en adoptant une fiscalité avantageuse. Dans le même esprit, Park observera à juste titre qu'il faut parler de "centres financiers offshore" dès que la place financière traite majoritairement des devises en comparaison à la monnaie nationale.

Dans son analyse sur les pays en développement [PARK82], Park fait une distinction considérable entre "centre traditionnel" et "centre contemporain". Ainsi, un "centre traditionnel" connaît son développement grâce à sa capacité intrinsèque à accroître ses capitaux par une parfaite valorisation de l'épargne domestique et profitant du commerce international. A l'époque de cette étude, Park citait Londres, Francfort, New York et Zurich comme exemples de centres traditionnels. Un "centre contemporain" ne dispose généralement pas d'autonomie financière et représente souvent un centre régional. On conclut souvent qu'il s'agit d'une extension des centres

traditionnels due au décalage horaire.

L'étude la plus citée en matière de centres financiers est celle de Kindleberger [KIND74]. Elle dépeint le "centre financier international" comme l'endroit où sont concentrées les fonctions les plus hautement spécialisées en finance et agissant comme chambre de compensation des paiements entre pays. Le centre financier attire tous les professionnels de la finance. Elle conclut qu'il existe une certaine force centripète qui favorise la centralisation des activités financières d'un pays dans une seule ville. Kindleberger élargit cette théorie à la formation des centres régionaux et internationaux.



## 3.2 Théorie de la formation

Dans leur analyse [DUF78], Dufey et Giddy affirment que l'existence des centres tient de leur efficience. Pour eux, en centralisant les principales institutions financières d'un pays sur une métropole donnée, les infrastructures de communication sont améliorées et il est possible de réaliser des économies d'échelle. La création des centres financiers est une préoccupation centrale pour nombre de gouvernements du monde entier. En France, par exemple, les autorités politiques ont privilégié la place parisienne comme centre financier français.

La localisation des centres financiers bénéficie d'une littérature abondante d'un point de vue économique. Choi, Park et Tshoegl ([CHOR96], [CHOS02]) en font un excellent résumé. Par ailleurs, les économistes géographiques ont aussi proposé des explications de la localisation des places. Nous confrontons ainsi les points de vue de la théorie économique à ceux de l'économie géographique.

### 3.2.1 La théorie économique

Les travaux précurseurs de l'historien économiste Gras, [GRAS22], constituent un véritable point de départ de l'économie des places financières. Selon l'auteur, il existe quatre phases principales dans le développement d'une ville : une bonne organisation du marché conduit à un développement industriel qui induit le développement des infrastructures (transport, communication ...); et, le développement financier est le couronnement du développement d'une ville. Cette théorie est à l'origine de bon nombre de politiques de développement mises en place dans différents pays.

Le secteur financier nécessitant plus de délicatesse que l'industrie manufacturière ou la construction immobilière, il convient toutefois de spécifier que la formation d'un

centre financier international a ses propres causes et son propre mécanisme de développement. A notre connaissance, de toutes les tentatives, il apparaît que la meilleure définition des centres financiers se trouve dans l'œuvre [KIND74] de Kindleberger sur la formation des centres financiers. Ainsi, les centres financiers sont importants non seulement pour équilibrer de façon temporelle, l'épargne et les investissements d'entrepreneurs individuels, et pour transférer le capital des épargnants vers les investisseurs, mais aussi pour effectuer les paiements et transferts entre les différentes places. Les centres bancaires et financiers garantissent les échanges entre territoires. Des paiements uniques effectués entre des parties d'un même territoire sont centralisés en un point bien défini. De plus, les fonctions bancaires spécialisées sont normalement centralisées.

Dans cette étude, Kindleberger définit les centres financiers par la fonction et non par la localisation ni la taille. Les centres financiers seraient donc une réponse aux économies d'échelle. Toutefois, la littérature économique ne fait pas l'unanimité quant à l'existence d'économies d'échelle et des forces incitatives d'agglomération qui favorisent la concentration des activités financières sur un territoire donné.

L'existence d'économie d'échelle implique une réduction des coûts de production (travail, équipement) ce qui se traduit par une efficience de la firme. Kindleberger soutient que les économies d'échelle dans l'organisation d'un marché financier est une véritable force centripète d'agglomération. Quant à Park, [PARK82], il avance que le développement d'un centre financier est une réponse naturelle des institutions bancaires pour bénéficier des économies d'échelle dans leurs activités internationales. Les économies d'échelle font référence aux avantages induits par une activité abondante.

Les firmes internationales peuvent réduire leurs coûts de production en créant des filiales dans différents centres financiers. Avec l'accroissement du nombre de firmes multinationales sur un territoire, cette place finit par se faire une renommée et par

répondre aux besoins de clients internationaux. Dans un souci d'amélioration de la définition de Kindleberger, les études décriront le centre financier comme une localité géographique avec une concentration de filiales de banques et autres institutions financières.

### 3.2.2 La vision de l'économie géographique

Une autre théorie de la formation des centres financiers internationaux est l'économie géographique. Von Thünen, [WART66], serait l'un des précurseurs de cette théorie. Le concept d'*Hinterland* est introduit par Grass [GRAS22] qui dira à cet effet que la ville ou métropole qui aspire à devenir un centre financier doit posséder un hinterland c'est-à-dire un territoire adjacent riche en ressources naturelles sur lequel habite une population productive ayant une accessibilité nette.

Par ailleurs, [PARK82], Park attachait aussi une importance particulière à l'économie géographique pour expliquer la formation des centres financiers internationaux. Pour lui, les centres financiers devraient être faciles d'accès autant géographiquement que virtuellement (c'est-à-dire par une situation dans le même fuseau horaire) aussi bien pour les investisseurs que pour les emprunteurs.

Dufey et Giddy, [DUGF78], soutiendront à cet effet qu'un centre financier est une métropole avec une forte concentration d'institutions financières répondant aux besoins d'un pays ou d'une région. Dans leur entendement, les centres financiers sont des centres domestiques qui se développent. Ces centres domestiques, offrant des acquis de qualité tels que la communication, la localisation géographique, les services financiers, finissent par avoir une renommée internationale. Les exemples à cette époque étaient Londres et New York.

Selon Nadlet, [NADL55], un "centre financier international" est une ville agissant

comme une banque pour le monde entier et les services qu'il offre devraient faciliter autant la circulation des biens et services que celle des capitaux entre les nations. Pour les auteurs, New York et Londres trônaient au sommet de toutes les autres places de cette époque (notamment Amsterdam, Paris et Zurich).

Plus récemment, [CHEO03], Cheong a fait un résumé de l'importance de l'économie géographique dans la formation des centres financiers internationaux. Discutant trois facteurs d'agglomération, l'auteur décrit dans un premier temps la circulation bilatérale de l'information entre le centre financier et les régions limitrophes. Dans un second temps, il considère les potentialités financières comme élément central de la formation. Il conclut que des politiques gouvernementales favorables sont la clé de la formation des centres financiers.

De cette revue de littérature, nous pouvons conclure qu'un centre financier est le lieu de concentration des capitaux. Il induit une agglomération d'institutions financières telles que les banques, les compagnies d'assurances, les sociétés d'investissement et autres institutions assimilées ; ce qui peut aussi mener à un accroissement des activités annexes telles que la comptabilité, l'audit et le droit des affaires.

### 3.3 Les déterminants de l'émergence d'une place financière

#### 3.3.1 L'émergence d'une place financière

Partant du constat d'un manque de plus en plus important d'intérêt pour la formation des centres financiers dans la recherche économique, compte tenu de la dichotomie nouvelle entre économie urbaine et économie régionale, l'analyse [KIND74] de Kindleberger constitue un point important dans l'économie des centres financiers. Il montre sa prépondérance dans les nouvelles économies. Cheng propose une explication du développement des centres financiers régionaux, [CHEN76]. La principale conclusion de cette étude est que l'approche des facteurs de Heckscher-Ohlin et celle de l'"éloignement du centre" de Von Thünen restent difficilement applicables pour expliquer le développement des centres régionaux.

Kindleberger soutient qu'au-delà de l'approche économique, il existe des déséconomies ayant un impact négatif sur la centralisation tout en favorisant les marchés régionaux. La première déséconomie est le coût de l'information. Selon l'auteur, celle-ci constitue un avantage pour les institutions locales dans leurs échanges avec les firmes régionales. De plus, la méconnaissance des autorités locales est un frein essentiel à la participation des firmes multinationales au centre local. La seconde déséconomie listée est la distance temporelle entre les centres financiers. Toutefois, la trop grande interconnexion actuelle des marchés financiers de par le monde semble militer en sa défaveur. La dernière déséconomie est ce que Kindleberger nommera la discrimination. Il s'agirait d'une forme de protectionnisme local. Le développement croissant des économies ouvertes est une preuve de l'abandon du protectionnisme.

Si la majorité des auteurs s'accordent à penser qu'il existe une hiérarchisation des centres financiers, la structure de hiérarchisation ne fait cependant pas l'unani-

mité. Admettant sa théorie de la concentration, Kindleberger conclura qu'à terme, il existe une hiérarchisation des places financières sous une forme pyramidale. Pour lui, il existe une seule place financière qui pourrait être caractérisée de place mondiale, et, serait ainsi suivie des places internationales. Toutefois, à cette époque, de nombreux autres chercheurs considéraient que le monde financier était dominé par deux places financières donc se partageant le sommet de la pyramide. L'existence des économies d'échelle était le fondement de la théorie des places centrales uniques. De plus, la volonté de minimiser les différences temporelles et les coûts (tels que le capital, les communications, le transport), et la volonté d'accroître la liquidité à travers des marchés de plus en plus larges sont autant d'arguments qui militent en la faveur de la théorie de Kindleberger.

Cette théorie de Kindleberger est aussi défendue dans les travaux de Braudel, [BRAU85], qui conclut qu'à terme, une seule place financière peut dominer de par le monde. Il dira qu'une "*(...) économie-monde accepte toujours un pôle, un centre, représenté par une ville dominante, jadis un Etat-ville, aujourd'hui une capitale, entendez une capitale économique (aux Etats-Unis, New York, non pas Washington). D'ailleurs, il peut exister, de façon même prolongée, deux centres à la fois, dans une même économie-monde : Rome et Alexandrie au temps d'Auguste, d'Antoine et de Cléopâtre, Venise et Gênes au temps de la guerre de Chioggia (1378-1381), Londres et Amsterdam, au dix-huitième siècle, avant l'élimination définitive de la Hollande. Car l'un des deux centres finit toujours par être éliminé. En 1929, le centre du monde, avec un peu d'hésitation, est passé ainsi, sans ambiguïté, de Londres à New York (...)*".

Quant à Mundell, il établit systématiquement un lien entre la suprématie d'une place et la domination politique, [MUND77]. Il soutient que l'ordre monétaire créé à Bretton Woods (1944-1946) n'était autre qu'une officialisation de la suprématie

des Etats-Unis. Ceci expliquerait que le dollar américain soit devenu une monnaie incontournable de par le monde en remplacement de la monnaie anglaise et de l'or. Cette théorie est fortement discutable. En effet, certains petits pays ont su développer des places financières avec une renommée internationale sans forcément être politiquement puissant (Luxembourg, les Iles Caïman, Bahamas...).

Reed dans son étude sur les centres financiers, [REED81], identifia une relation hiérarchique entre les centres financiers. Il définira cinq niveaux de développement :

- Centres financiers internationaux hôtes ;
- Centres financiers internationaux ;
- Centres financiers supranationaux ;
- Centres financiers supranationaux de premier ordre ;
- Centres financiers supranationaux de second ordre ;

A l'instar de la divergence théorique sur la hiérarchisation des places, il existe plusieurs théories consacrées à l'émergence des places financières. Chacune de ces théories répertorie une série de déterminants influençant différemment la formation des places financières. Dans l'analyse de Nadler *et al.*, [NADL55], sept facteurs robustes sont répertoriés en faveur de la formation d'une place financière internationale :

- La stabilité du système monétaire local ;
- L'existence d'une demande et d'une offre importantes et constantes de la monnaie locale ;
- La stabilité de la balance des paiements du pays pour garantir les chocs d'offre et de demande de la monnaie locale ;
- La concentration des plus grandes institutions financières locales ; celles-ci devraient être capables de centraliser les transactions internationales ;
- L'absence de protectionnisme et la présence d'un nombre considérable de filiales

- ou de sociétés financières internationales qui puissent exercer au même titre que les entreprises locales ;
- L’existence d’institutions financières capables d’exercer la fonction de banques commerciales en ce qui concerne les transactions financières internationales ;
  - La domiciliation d’une banque centrale sur la place financière.

Cette théorie des sept facteurs est largement partagée par Wasserman *et al.* [WASS63]. Cependant, ce dernier met un accent particulier sur la capacité de la place financière à soutenir la demande mondiale de capitaux en plus d’une monnaie mondialement acceptée. La place devra en somme posséder un marché des capitaux suffisamment international.

Haegele, quant à lui, dans un essai sur l’Iran [HAEG75], développa une théorie à deux facteurs pour expliquer la formation des places financières. Le premier facteur de développement est le passé glorieux de la place financière. Il soutient que si la place a joué un rôle historique dans le commerce international, elle doit avoir établi des contacts internationaux. Le second facteur est la stabilité politique adjointe d’un régulateur impartial et d’une politique de non protectionnisme locale, gages d’une confiance pour l’accueil des flux de capitaux. Le rôle historique de la place est donc un facteur d’émergence.

Pour Kindleberger, le nombre, la taille, l’expérience et l’expertise des banques de la place sont les garants de son développement. A ces déterminants, il convient d’ajouter les facteurs sociopolitiques tels que l’inflation. De plus, la proximité des différents acteurs du monde financier en plus des juristes, des auditeurs, est essentielle pour la réussite d’une place financière. Finalement, certains vecteurs tels que les éléments de communication (téléphone, fax, courrier, ...), ou les modes de transport permettent un accès facile à la place.



Selon Vernon [VERN60], l'activité financière ne s'intensifie que lorsque la place accroît ses activités commerciales. Pour preuve, il prend l'exemple du port de New York qui dans un premier temps attira les petits commerçants, suivis ensuite par les institutions financières, puis *in fine* par les grandes banques internationales.

Un déterminant important de l'émergence d'une place financière reste la réglementation du secteur. Cela se traduit souvent par des stratégies d'attractivité. Dans son étude sur le système bancaire asiatique, [DUFF83], Dufey caractérisera certaines de ces stratégies d'agressives" et d'autres de "passives" - c'est-à-dire qui se développent naturellement. Il convient de souligner que la définition des centres aux stratégies agressives donnée par Dufey est quasi similaire à celles des centres offshores décrites par McCarthy [MCCA79].

Le développement d'une place financière peut résulter des politiques d'offre ou de demande. Une politique d'offre est souvent l'émanation de la volonté politique à promouvoir une place vis-à-vis d'autres places du même pays ou des pays voisins. La politique de demande est souvent une suite logique de développement économique d'une région ou d'un pays. Park, dans une approche de classification ([PARK82]) dira que les centres primaires et de financement sont suscités par un "vecteur demande" tandis que les centres de domiciliation et de recouvrement le sont par un "vecteur offre".

L'efficience des marchés est généralement due aux économies d'échelle, aux coûts de communication, à la localisation géographique et aux services financiers ; autant d'éléments qui concourent à l'émergence des places financières. Le développement des services financiers locaux est donc un vecteur essentiel de l'essor d'une place financière. Wasserman *et al.* quant à eux ne font de différence qu'entre place financière mondiale et place financière internationale ([WASS63]).

En dépit de l'hétérogénéité des définitions et des descriptions typologiques des centres financiers internationaux, et malgré la variété de théories portant sur la formation des centres financiers, les auteurs s'accordent quasiment en ce qui concerne les facteurs déterminants de l'émergence d'une place financière. Les études précédentes ont élaboré une liste de déterminants d'émergence. L'un des prérequis de l'émergence d'une place financière est l'existence de structures financières efficaces.

La littérature financière conclut que les facteurs de développement élevant le centre financier national au rang de centre financier régional sont ceux-là mêmes qui contribuent à la création de centres financiers internationaux. La formation des centres financiers est due à une judicieuse combinaison de différents facteurs. Le débat sur la robustesse de tel ou tel facteur dans l'explication de la formation d'un centre financier international demeure toujours d'actualité.

### **3.3.2 Une typologie des facteurs d'émergence**

Partant de l'analyse des indices de compétitivité et d'attractivité, et de la revue de littérature, nous définissons une classification des facteurs de l'émergence des places financières. Ainsi classifions-nous sept catégories de facteurs principaux liés de façon intrinsèque à un territoire donné.

- *Structure du marché,*
- *Ressources humaines,*
- *Recherche et innovation,*
- *Infrastructures,*
- *Environnement administratif,*
- *Coûts,*
- *fiscalité.*

### a) Structure du marché

Dans cette catégorie, nous concentrons quatre facteurs essentiels pouvant influencer la dynamique des entreprises. Dans un premier temps, les **flux d'investissements directs étrangers** reçus constituent un facteur important. Ils sont largement cernés par l'Indice des Entrées Effectives d'investissements directs étrangers calculé par la Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (CNUCED).

De plus, une analyse de la structure du **commerce extérieur** par type d'activité peut permettre de commenter l'industrie des services. Cela peut se mesurer par la part des exportations et des importations totales de services en pourcentage du commerce total de pays

Le **produit intérieur brut** (PIB) permet aussi de mesurer l'activité économique. Généralement un indice de volume du PIB par habitant en standard de pouvoir d'achat (SPA) est utilisé<sup>1</sup>. Il est aussi possible de classer les pays selon le taux de croissance annuel du PIB en volume. Cela permet la comparaison du développement économique dans le temps et entre des économies de différentes tailles, indépendamment des mouvements de prix <sup>2</sup>.

Finalement, la **formation brute de capital fixe** reste un déterminant de la structure d'un marché national donné. Cet agrégat résume l'ensemble des acquisitions en omettant les cessions d'actifs fixes corporels ou incorporels des producteurs résidents. Il est possible de dissocier l'investissement privé (dévolue aux sociétés, ménages et organisations sans but lucratif au service des ménages) de l'investissement public (résumant l'implication de l'Etat).

---

<sup>1</sup> Eurostat fournit des statistiques sur le PIB par habitant en Standards de Pouvoir d'Achat.

<sup>2</sup> Eurostat fournit par exemple le " Taux de croissance du PIB en volume - variation en pourcentage par rapport à l'année précédente".

## b) Ressources Humaines

Dans cette catégorie, nous regroupons cinq facteurs relatifs aux ressources humaines disponibles. Dans un premier temps, une étude de **la taille et la croissance de la population des pays** permet de cerner les causes et les conséquences des évolutions sociales et économiques. L'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) publie périodiquement des statistiques de la population <sup>3</sup>. Par ailleurs, l'analyse du **taux de croissance** permet aussi de cerner soit la main d'œuvre soit les clients futurs. Sur la période 1992-2005, l'ensemble des pays de l'OCDE ne présente qu'un taux de croissance annuel moyen de la population de 0,75% <sup>4</sup>.

Quant à **la productivité du travail** elle permet de mettre en relation les changements liés à la production et ceux liés à l'offre de travail. Elle est dite étroitement corrélée avec le niveau de vie. De fait, la disponibilité d'**une main d'œuvre qualifiée et productive** est un véritable facteur d'émergence d'une place financière. Si le bien-être au travail (cerné par les conflits de travail, les grèves ...) est un élément de productivité, le taux d'emploi est souvent utilisé pour comprendre les tendances de ce facteur <sup>5</sup>.

Finalement, un **système éducatif** est aussi important. Généralement sont étudiés les établissements éducatifs (nombre, accessibilité, qualité, dépenses...) et les diplômés (nombre, qualité, langues, taux de survie dans l'enseignement, l'internationalisation,

---

<sup>3</sup> Ces statistiques sont basées sur des recensements réalisés tous les dix ans, et, pour les années intermédiaires, sur les registres d'état civil, les notifications de naissances et de décès et les données administratives relatives aux migrations. Dans quelques pays européens tels que le Danemark et les Pays-Bas, les données ne peuvent provenir que de registres administratifs (OCDE)

<sup>4</sup> Base statistique de l'OCDE

<sup>5</sup> L'Union Européenne effectue périodiquement l'enquête communautaire sur les forces de travail (EFT), qui couvre l'ensemble de la population vivant dans des ménages privés (exclusion faite des personnes vivant dans des ménages collectifs tels que pensions, cités universitaires, établissements hospitaliers). (Eurostat)

les étudiants étrangers). Le niveau de formation de la population adulte est souvent utilisé comme indicateur du "capital humain", c'est-à-dire du niveau de compétence de la population et de la main-d'œuvre<sup>6</sup>.

### c) Recherche et innovation

La compétitivité d'une entreprise a souvent été liée à ses capacités d'innovation ([DEFR03]). Cette dernière a été caractérisée par les potentialités de recherche. L'une des principales activités de l'innovation est la Recherche et Développement (R&D). Cette activité peut intervenir à différents stades du processus d'innovation. En effet, elle peut être utilisée aussi bien comme source d'idées inventives qu'en tant que solution aux problèmes pouvant surgir de la genèse à la réalisation.

La littérature économique souligne le rôle indéniable des dépenses de recherche et de développement aussi bien dans la transition vers une économie de la connaissance que dans l'amélioration des techniques de production et le soutien de la croissance. Selon le manuel de Frascati, ([OCDE02]), "*(...) la recherche et le développement expérimental (R&D) englobent les travaux de création entrepris de façon systématique en vue d'accroître la somme des connaissances, y compris la connaissance de l'homme, de la culture et de la société, ainsi que l'utilisation de cette somme de connaissances pour de nouvelles applications (...)*".

---

<sup>6</sup>L'OCDE, dans ses "*Regards sur l'éducation*" (exemple [OCDE06]), effectue une comparaison des niveaux de formation entre des groupes d'âge décennaux de 25 à 64 ans. Cela révèle des tendances assez différentes concernant le taux d'obtention d'un diplôme d'études supérieures. Dans les pays où de fortes proportions d'individus sont titulaires d'un diplôme d'études supérieures, on observe généralement une augmentation sensible du niveau de formation d'une génération à la suivante. En 2006, en moyenne, dans les pays de l'OCDE, 25% des individus âgés de 25 à 64 ans sont titulaires d'un diplôme d'études supérieures, quel qu'en soit le type. Chez les individus âgés de 55 à 64 ans, cette proportion ne représente plus que 18%.

Par ailleurs, la définition de l'OCDE distingue trois notions de R&D : la recherche fondamentale, la recherche appliquée et le développement expérimental<sup>7</sup>. Dans un premier temps, **la recherche appliquée** consiste "*(...) en des travaux originaux entrepris en vue d'acquérir des connaissances nouvelles. Cependant, elle est surtout dirigée vers un but ou un objectif pratique déterminé. Les résultats d'une recherche appliquée portent, en premier lieu, sur un produit unique ou un nombre limité de produits, d'opérations, de méthodes ou de systèmes. Cette recherche permet la mise en forme opérationnelle des idées. Les connaissances ou les informations tirées de la recherche appliquée sont souvent brevetées mais peuvent également être conservées secrètes (...)*"

La seconde notion, **la recherche fondamentale** "*(...) consiste en des travaux expérimentaux ou théoriques entrepris principalement en vue d'acquérir de nouvelles connaissances sur les fondements des phénomènes et des faits observables, sans envisager une application ou une utilisation particulière (...)*".

L'OCDE distingue aussi, **le développement expérimental** qui résume les "*(...) travaux systématiques fondés sur des connaissances existantes obtenues par la recherche et/ou l'expérience pratique, en vue de lancer la fabrication de nouveaux matériaux, produits ou dispositifs, d'établir de nouveaux procédés, systèmes et services ou d'améliorer considérablement ceux qui existent déjà (...)*".

En suivant les schémas d'analyse de l'OCDE, la littérature conclut généralement à la faiblesse de l'activité de Recherche et Développement dans les services par rapport à celle effectuée dans l'industrie. Toutefois, la part des firmes de services dans les dépenses de R&D semble régulièrement en croissance constante. Une critique fondamentale de cette théorie est la difficulté de sa généralisation entre pays, voire même entre industries.

---

<sup>7</sup>selon le Manuel Frascati

Compte tenu de ces insuffisances, l'OCDE a révisé ces concepts. Désormais, il est de plus en plus question de "**la recherche, la conception et le développement expérimental**". Ces trois éléments "*(...) englobent les travaux de création entrepris de façon systématique en vue d'accroître la somme de connaissances, y compris la connaissance de l'homme, de la culture, de la société (en particulier la connaissance du comportement des agents économiques et celle des organisations productives), ainsi que l'utilisation de cette somme de connaissances pour de nouvelles applications (qu'il s'agisse de biens, de services, de procédés, de méthodes ou d'organisations)(...)*" ([OCDE02])<sup>8</sup>.

#### d) Infrastructures

En termes d'infrastructure, divers éléments peuvent être étudiés. Nous résumons quelques déterminants importants tels que les communications (téléphone fixes, mobiles, Internet), l'énergie (électricité, gaz, émission de CO<sub>2</sub>) et les transports (aérien, routier, ferré)<sup>9</sup>. Le secteur des **télécommunications** est en pleine transformation depuis qu'il a émergé de la crise de 2000. L'essor de nouveaux services consécutifs aux progrès technologiques ont fini par redéfinir les activités de base des opérateurs de télécommunications.

L'accessibilité à l'**énergie** est aussi un facteur d'émergence. Afin de permettre les comparaisons internationales, il est possible d'utiliser le prix facturé selon le type de consommateurs (les consommateurs finaux industriels et les consommateurs finaux domestiques).

---

<sup>8</sup> Il existe plusieurs indicateurs de R&D : Les dépôts de brevets, la présence de prototypes, d'installations - pilotes, de produits sophistiqués, d'études de conception, les publications scientifiques, l'organisation de conférences et séminaires internationaux, l'existence de fondations dédiées à la recherche, l'interaction humaine et logistique entre laboratoires... (OCDE)

<sup>9</sup> Eurostat (de la Commission Européenne) publie plusieurs statistiques (StatLinks). D'autres peuvent aussi être disponibles auprès de l'OCDE.

**Le transport** est un déterminant primaire dans le fonctionnement des économies modernes. Il doit constamment s'adapter aux exigences des usagers<sup>10</sup>. En Europe, l'amélioration des conditions de transport a engendré quelques difficultés dont notamment une croissance inégale des modes de transport ; Cependant, l'amélioration d'une voie peut induire le déclin d'une autre. C'est le cas par exemple de la liaison Luxembourg-Paris. Depuis la mise en place du TGV-Est, les passagers luxembourgeois ont délaissé l'avion au profit du TGV. Dans une telle analyse, il faut traiter de la densité (quoique cela ne permette pas de cerner certains petits pays tels que le Luxembourg ou la Suisse).

#### e) **Environnement administratif**

L'émergence d'une place financière est aussi influencée par la disponibilité d'infrastructures administratives de qualité. Il convient donc de comparer les territoires dans une panoplie de situations administratives<sup>11</sup>. Ainsi, la Banque Mondiale identifie les obstacles administratifs et légaux qu'un entrepreneur doit surmonter pour **créer une entreprise**. Y sont pris en compte les procédures, les délais et coûts associés au lancement d'une société commerciale ou industrielle de moins de 50 employés dotée d'un capital initial de 10 fois le revenu national brut par habitant. Par ailleurs, ces récentes années, avec l'essor d'Internet, il est de plus en plus question de la disponibilité de certains services publics sur Internet (**E-gouvernement**).

D'autres facteurs tels que la flexibilité de la **réglementation du travail** (difficulté d'embaucher un nouvel employé, de la rigidité des règles régissant l'extension des

---

<sup>10</sup> Selon Eurostat, en 2005, le nombre total de passagers transportés par avion dans l'UE 25 a augmenté de 8,5% par rapport à 2004, pour atteindre plus de 700 millions de personnes.

<sup>11</sup> confère chapitre précédent sur les indices. Le rapport "Doing Business" de la Banque Mondiale donne un classement des pays en fonction de plusieurs critères. Ce rapport décrit des indicateurs quantitatifs relatifs aux réglementations commerciales et à la protection des droits de propriété dans un grand nombre de pays.



heures de travail ou la passation d'accords sur les horaires) et la **protection des investisseurs** (protection des actionnaires minoritaires contre la violation de l'intérêt social par un dirigeant) restent aussi importants.

#### f) Coûts

Selon le Bureau International du Travail, les coûts salariaux représentent quasiment les deux tiers des coûts de production des biens et des services. Traditionnellement, on distingue trois grandes catégories de coûts salariaux : les salaires et traitements (en espèce et en nature), les cotisations sociales à la charge de l'employeur et les autres coûts de main d'œuvre (formation professionnelle, recrutement, etc.).

Les coûts salariaux ont, de fait, un effet direct sur la compétitivité des entreprises et des pays. Par ailleurs, ces coûts peuvent aussi influencer le chômage et notamment celui de la main-d'œuvre la moins qualifiée. En effet, en présence d'un salaire direct auquel s'ajoute le montant des charges sociales, les entreprises ont généralement deux choix : soit, elles substituent le capital au travail ; soit, elles délocalisent leurs productions vers des pays ayant des travailleurs d'un niveau de qualification équivalent à un coût moindre. Généralement, cet indicateur se focalise sur les charges sociales qui pèsent sur les entreprises. Par conséquent, le coût salarial devient un élément majeur du débat plus général sur la flexibilité.

Les comparaisons internationales souffrent aussi de la disponibilité de statistiques fiables. De fait, certaines études cernent le coût salarial grâce au concept de rémunération des salariés. La rémunération des salariés<sup>12</sup> regroupe les salaires et traitements et les cotisations sociales. Toutefois, elle exclut les coûts relatifs à la formation, au recrutement et au bien-être des salariés dans l'entreprise (cantines, tickets restaurant,

---

<sup>12</sup> "compensation" en anglais.

activités culturelles, etc.). Pour autant, ni cette notion de rémunération des salariés ni celle de coût salarial ne sauraient être prises comme une mesure du revenu disponible.

Pour ce qui est des **cotisations de sécurité sociale**, il s'agit d'un facteur incitatif pour les employés dans la mesure où elle permet bénéficier d'une protection sociale en cas de maladie, de chômage, d'accident du travail, de pension retraite.

### g) **Fiscalité**

Déterminant essentiel dans la compétitivité, la fiscalité peut être approchée sur différents angles. Ainsi, le **taux de prélèvements obligatoires** indique le poids de la fiscalité dans l'économie ainsi que du niveau de biens publics. Cependant, ce taux ne fournit pas une répartition de la charge fiscale entre les acteurs économiques<sup>13</sup>.

De plus, l'**impôt sur les revenus** (autant pour les sociétés que pour les personnes physique) est un important facteur d'émergence d'une place financière. Sa hauteur peut être un indicateur de délocalisation ou d'attractivité.

Cette typologie en sept catégories définit en fonction des analyses de compétitivité et d'attractivité adjoint de l'étude des indices proposés sont déterminants pour l'émergence des places financières. Cette typologie servira de socle dans la suite de notre thèse.

---

<sup>13</sup>*Dans une optique d'attractivité, c'est surtout le taux sur les facteurs de production mobiles qui est problématique.*

## Conclusion

Une revue de littérature nous permet de conclure qu'il n'existe pas de définition commune du centre financier. Par ailleurs, la littérature semble ne pas s'accorder sur une typologie bien exhaustive. Ainsi, sont définis de façon ambiguë des expressions telles que centre financier international, mondial, régional ou national. D'autres parleront de centre offshore, centre bancaire ou centre traditionnel et centre contemporain. Certaines études ont néanmoins apporté des débuts de définition en distinguant l'approche taille de l'approche activité.

Si la création de centre financier est une préoccupation centrale pour bon nombre de gouvernements, deux théories semblent largement l'influencer. Ainsi, la théorie économique moderne voudrait que l'émergence d'une place soit une réponse à la quête d'économie d'échelle. Quant à l'économie géographique, elle veut qu'il s'agisse généralement d'une volonté politique visant à améliorer l'attractivité d'un territoire bien donné.

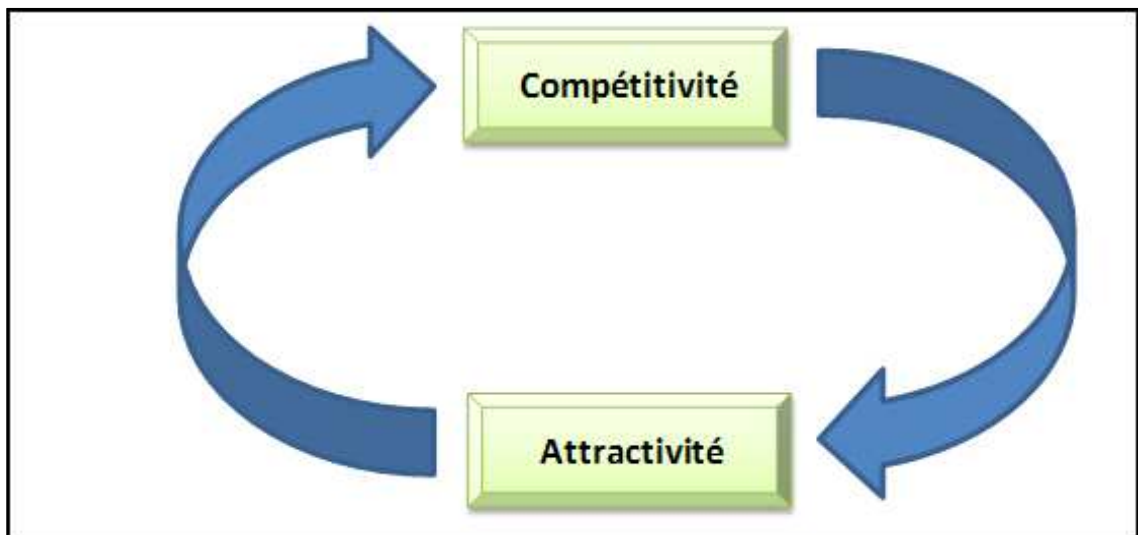
Plusieurs études ont démontrées l'impact de l'émergence d'une place financière sur une économie locale. Ainsi, Johnson, [JOHN76], étudia le cas du Panama ; Cheng, [CHEN76], la côte Ouest américaine et en particulier Los Angeles et San Francisco. Par ailleurs, Hodjera, [HODJ78], s'intéressa à Singapour, [JAOY79], Jao concentra son analyse sur Hong Kong et, Grubel fut certainement celui qui apporta un bon début à l'analyse d'une place africaine, Nairobi, [GRUB80]. Finalement Choi, [CHOI84], et Chang, [CHAN85], ont étudié plusieurs pays à la fois.

De notre essai de structuration des facteurs d'émergence d'une place, nous avons défini sept classes de facteurs : (1) la structure et la dynamique du marché, (2) les ressources humaines, (3) la recherche et l'innovation, (4) les infrastructures, (5) l'environnement administratif et (6) les coûts et (7) la fiscalité.

## Conclusion de la Première partie

Faisant l'objet de débats abondants, la notion de compétitivité reste très critiquée quant à son application au niveau national. Ainsi Krugman, [KRUG94], n'affirmait - il pas qu'il est erroné de parler de compétitivité à l'échelle nationale. Cependant, la plupart des auteurs analysent la compétitivité sous un seul de ses aspects (par exemple la productivité de la main-d'œuvre ou le coût unitaire du travail).

La compétitivité est un concept multidimensionnel. Elle suppose un niveau de prix beaucoup plus attractif que celui des concurrents. De ce fait, une entité compétitive est celle qui dispose d'une aptitude à générer et consolider son profit tout en maintenant ou accroissant une part de marché domestique et / ou internationale. Par conséquent, la compétitivité d'un territoire suppose la mise en place de politiques économiques visant à attirer le maximum de firmes rentables. La définition large de la compétitivité converge vers les définitions de l'attractivité rencontrées dans la littérature. Les deux concepts interagissent et s'auto-entretiennent.



Ici l'attractivité, d'où la compétitivité, est analysée sous l'angle de l'économie globale. Ainsi toutes les branches d'activité sont prises en compte. Etant donné que les

secteurs n'ont pas les mêmes niveaux d'attractivité et de compétitivité, il convient d'analyser le cas particulier de l'industrie des services financiers. Dans ce cadre, comment se construit l'attractivité et la compétitivité d'un centre financier ?

La littérature évoque plusieurs avantages liés à l'existence d'une place financière dans un pays. Elle veut que le commerce international et les investissements directs étrangers soient corrélés avec la finance internationale. Ainsi, un centre financier étant généralement synonyme de réduction des coûts des infrastructures, cela induit le développement de l'activité des firmes multinationales par un accroissement de leur valeur ajoutée.

Un centre financier international peut être source d'afflux de capitaux. Cela peut conduire à une efficacité des marchés des capitaux tout en décrivant leur internationalisation. Par ailleurs, le dynamisme d'une place induit l'efficacité des établissements financiers. Il constitue aussi un facteur de croissance de l'emploi dans tous les secteurs industriels locaux par le développement d'activités connexes. Ainsi, d'autres secteurs tels que l'hôtellerie, la restauration, la construction, le transport, la communication et l'imprimerie peuvent bénéficier de l'émergence d'une place.

Le développement de la place financière est une source supplémentaire d'impôts prélevés aussi bien sur le revenu des travailleurs que sur celui des entreprises. De fait, cela représente généralement un facteur d'amélioration du revenu de l'Etat. Par ailleurs, les mouvements de capitaux et l'accroissement de l'activité financière sont extrêmement sensibles à certaines forces extérieures telles que l'instabilité politique et sociale. L'histoire nous a montré qu'une place financière peut perdre son hégémonie, voire disparaître.

Un inconvénient majeur du développement d'une place financière est la difficulté de mise en place des politiques monétaires compte tenu de la dépendance extérieure.

Cela pourrait induire une croissance excessive de l'offre de monnaie. Toutefois, il est possible de prendre des mesures correctives pour y remédier.

Il convient de signaler toutefois que le rapport avantages / inconvénients de l'émergence d'une place reste globalement favorable au pays hôte. Cette situation pousse bon nombre de villes et pays à vouloir s'ériger en place financière. Toutefois, même en adoptant la meilleure stratégie, la demande reste la clé du développement d'un centre financier.

Cette partie nous a permis de faire une revue de littérature sur la question de la définition, de la hiérarchisation, des déterminants de la formation et de la compétitivité des centres financiers. En conclusion à la théorie du développement des places financières, nous recensons cinq grandes phases. En première période, nous parlerons de place financière primaire. Il s'agit d'une place désignée ou qui émerge exclusivement dans la plus petite division administrative (pays / ville ... ou pays/ département/ ville ...). Il peut s'agir d'un simple marché local où les agents économiques de différentes localités limitrophes préfèrent se retrouver.

La seconde étape de développement donne lieu à la place financière secondaire où elle devient centrale au niveau de la seconde division administrative mais reste inférieure au pays. Le troisième niveau de développement conduit à la place financière nationale. Celle-ci est supérieure aux autres places du même pays. Quand la place regorge d'importantes institutions financières capables de répondre aux besoins nationaux et à ceux des pays limitrophes, nous parlerons de place financière internationale. Finalement, il sera question de place financière mondiale lorsque celle-ci est internationalement acceptée comme place de choix. Elle est au sommet de la hiérarchie de tous les centres financiers.

Partant de cette analyse, nous décrivons les différents éléments qui pourraient bénéficier à la formation des places financières en matière de fonds d'investissement. L'économie financière a très peu participé au débat sur la formation et la compétitivité des places financières de fonds. L'enjeu de notre thèse est de pallier ce manque. D'emblée qu'est-ce qu'une place financière de fonds d'investissement ? Comment appliquer les concepts de compétitivité et d'attractivité à l'industrie des fonds d'investissement ?

## Deuxième partie

# Centres financiers et fonds d'investissement



## Introduction de la Seconde Partie

Dans un large spectre de services financiers, les fonds d'investissement constituent un élément de choix qui se caractérise par la gestion d'un portefeuille dont le sous-jacent final est un investissement dans divers instruments financiers pour le compte d'agents économiques. Les agents intéressés par ce type d'investissement confient leurs avoirs à un gérant de fonds qui, aux travers de certaines spécifications et techniques d'analyse, choisit l'investissement optimal à effectuer. Ainsi l'investisseur, averse au risque selon la littérature économique, évite d'intervenir lui-même sur le marché. Il échappe donc aux désavantages qui pourraient survenir compte tenu de l'asymétrie d'information sur les marchés financiers ([IPPO89]). Toutefois, les fonds d'investissement lui prélèvent une commission généralement basée sur ses actifs mis à disposition.

Le concept des fonds d'investissement aurait débuté en 1822 aux Pays Bas ou en Belgique sous la forme de fonds fermés (*Closed End Funds*), puis se serait rependu en France et au Royaume Unis. Cependant, il faudra attendre 1920 avec son introduction aux Etats Unis pour connaître la création des premiers fonds ouverts (*Open End Funds*) ([ROUW04]).

Sous cette nouvelle structuration, ils se sont ensuite propagés vers divers horizons influençant ainsi amplement le paysage financier international. Au fil de l'évolution du monde financier, les fonds d'investissement s'avèrent être un véhicule essentiel. Les marchés d'actions, obligations, produits dérivés et autres actifs sont devenus plus matures nécessitant un niveau d'information conséquent. Il est, dès lors, rare qu'un investisseur individuel ait la connaissance, les compétences, voire le temps nécessaire pour suivre les évolutions intempestives des marchés financiers.

Un fonds d'investissement nécessite des gérants qualifiés et expérimentés qui ont pour objectif de fournir un rendement intéressant aux investisseurs. Qu'est-ce réellement qu'un fonds d'investissement ? L'investissement d'un fonds peut être interprété comme un schéma d'investissement collectif, qui réunit les avoirs de différents souscripteurs et choisit une allocation d'actifs qu'il juge optimal en termes de rendement espéré. Ce type démarche est assuré par des professionnels qui utilisent leurs connaissances et leurs expériences pour composer un portefeuille optimal répondant à certains critères et objectifs bien déterminés.

Ces portefeuilles sont vendus au public<sup>14</sup>. Les gérants offrent ainsi des services tels que la gestion d'un portefeuille avec l'expertise de l'investissement en s'occupant des problèmes administratifs éventuels. Mais aussi, au-delà de la diversification des risques, le fonds offre une excellente maîtrise du risque de volatilité.

Les fonds d'investissement sont donc des intermédiaires financiers, qui collectent l'épargne des investisseurs pour l'investir dans un portefeuille bien diversifié, composé d'actifs tels que les actions, les obligations, les produits dérivés ([BRON97]). La taille des investissements sur les marchés des capitaux étant un facteur limitant pour la plupart des investisseurs individuels, les fonds d'investissement étaient à la base des institutions devant servir de support d'accès au marché pour les petits investisseurs. De plus, il est difficile de couvrir de façon optimale les risques sur les marchés des capitaux lorsque l'épargne investie est faible ([HENR84]). Les investisseurs individuels sont souvent obligés de passer par un intermédiaire. Cette dernière entité se charge des décisions d'investissement et recherche des rendements intéressants en utilisant son expertise. L'avantage subséquent des fonds est qu'ils réduisent considérablement les coûts d'accès au marché ([SIRR98]).

---

<sup>14</sup>*Dans notre analyse nous étudions le cas des fonds OPCVM coordonnés traditionnels (les Hedge funds sont exclus)*

Afin de mieux cerner les différentes techniques employées par les fonds d'investissement pour contenter les investisseurs, il est primordial de comprendre leurs objectifs vis-à-vis de ceux-ci. A dessein, il convient de lister sept éléments pour attirer les investisseurs.

1. Accessibilité
2. La liquidité des investissements
3. Transparence
4. La diversification des risques
5. L'expertise du gérant.
6. Les économies d'échelle
7. Le réinvestissement dans les dividendes

Dans un premier temps, les fonds d'investissement sont dits accessibles à une grande majorité des investisseurs. En Europe, les directives UCITS<sup>15</sup> garantissent la liquidité des fonds. Ainsi, à la différence d'autres types d'investissement, la caractéristique des fonds réside dans la continuité d'existence des parts ou unités. Généralement le régulateur garantit une transparence dans le secteur (au profit de l'investisseur). Par ailleurs, les fonds constituent une alternative importante en matière de diversification. En investissant dans diverses entreprises, les fonds se prémunissent contre les baisses inespérées de valeurs par une diversification des risques.

En achetant une part d'un fonds, l'investisseur profite de l'expertise du gérant de fonds. Ledit gérant est tenu de prendre des décisions optimales pour assurer la rentabilité du portefeuille. Par ailleurs, le fonds disposant généralement d'un montant considérable d'actifs sous gestion, il bénéficie des économies d'échelle. Par conséquent,

---

<sup>15</sup> *Confère introduction de la troisième partie.*

en vue d'attirer le maximum de clients, les fonds réduisent significativement le montant des commissions. Finalement, certains de ces fonds permettent de réinvestir dans les dividendes ce qui est une possibilité essentielle d'appréciation du capital et de la régularité des rendements.

	Part en Europe 2000 (%)	Part en Europe 2008 (%)	Part en Europe 2010 (%)	TCAM 2000-2010 (%)
Europe	100,0	100,0	100,0	5,0
<b>Luxembourg</b>	<b>22,7</b>	<b>30,2</b>	<b>31,3</b>	8,5
<b>France</b>	<b>21,9</b>	<b>25,9</b>	<b>21,5</b>	4,8
Irlande	4,2	11,7	12,4	17,2
Royaume Uni	11,0	8,2	10,4	4,5
Allemagne	7,2	3,9	4,2	-0,6
Suisse	2,5	2,2	3,3	7,9
Italie	1,3	4,3	3,2	15,0
Espagne	5,2	4,4	3,0	-0,7
Suède	2,4	1,8	2,4	5,3
Belgique	2,1	1,7	1,3	-0,2
Autriche	1,7	1,5	1,3	1,9
Danemark	0,1	1,1	1,1	34,0
Pays-Bas	2,8	0,9	1,1	-4,6
Norvège	0,5	0,7	1,0	12,2
Finlande	0,4	0,8	0,9	14,3
Liechtenstein	0,1	0,3	0,4	21,8
Pologne	0,0	0,3	0,3	27,6
Turquie	0,2	0,3	0,3	9,6
Hongrie	0,1	0,1	0,2	15,6
Portugal	0,5	0,2	0,2	-6,7
Grèce	0,9	0,2	0,1	-14,3
Rép. Tchèque	0,1	0,1	0,1	7,0
Russie	0,0	0,0	0,0	29,9
Roumanie	0,0	0,0	0,0	65,3

Source: EFAMA

Ces dernières années, nous avons assisté à un essor de l'industrie des fonds. Au niveau européen, la taille du marché est passée de 3.497 milliards d'euros d'actifs sous gestion à fin 2000 (soit 28% du marché mondial) à plus de 5.863 milliards d'euros (soit 33% du marché mondial) au dernier trimestre 2010. Certaines places financières connaissent un véritable essor au vu de l'évolution des actifs sous gestion. C'est l'exemple du Luxembourg qui, à fin 2000, administrait 23% de l'actif des fonds européens. A fin 2010, ce chiffre s'élevait à 31%. Alors que la France, second marché

européen, conserve inlassablement ses 22% en 2000 et 2010 (avec un pic de 26% en 2008). Au-delà de cet aspect, il faut aussi considérer des changements majeurs dans l'environnement économique des fonds : la réglementation et la forte internationalisation.

Les derniers développements de l'industrie des fonds ont ouvert la voie d'une série de recherches de plus en plus poussées. Ces recherches sont le fait, à la fois, d'académiciens et de professionnels. Nous qualifions d'économie des fonds d'investissement l'étude de l'industrie des fonds d'investissement. De ce fait, la formation des centres financiers de fonds, les stratégies de gestion des fonds et toute autre discipline liée à l'industrie des fonds sont parties intégrantes de l'économie des fonds d'investissement.

Une analyse des différents centres financiers proposant une industrie des fonds d'investissement nous permet d'établir deux niveaux de typologies. L'une est basée sur l'activité et l'autre sur la taille du marché. La typologie fondée sur l'activité nous permet de distinguer trois grandes classes de centres financiers : les centres de domiciliation, les centres de distribution et les centres de gestion.

**Les centres de domiciliation** sont généralement des places nées de la volonté politique d'attirer les institutions étrangères. Ces centres sont caractérisés par une fiscalité très avantageuse. Ils sont aujourd'hui un indicateur de la santé de l'industrie des fonds dans l'économie générale. De ce fait, certains de ces centres sont qualifiés d'Offshores et d'autre d' Onshores. Dans le cas des centres offshores, il s'agit généralement de certains paradis fiscaux (Guernesey, Jersey, Bermudes, Antilles Néerlandaises...). Les Onshores sont les places traditionnelles n'offrant pas d'avantages fiscaux particulières (France, Allemagne...).

Quant aux **centres de distribution**, ils sont localisés dans les grandes économies à fort produit intérieur brut. Il s'agit d'une localisation que nous qualifions de

naturelle. Elle suit les mouvements de capitaux. Ces centres ont généralement été des acteurs majeurs dans l'histoire du développement économique mondial. Dans ce cas certains centre sont souvent traités de marché locaux (donc concentré sur eux-mêmes) et d'autre de marchés internationaux (les fonds de différents pays y sont distribués).

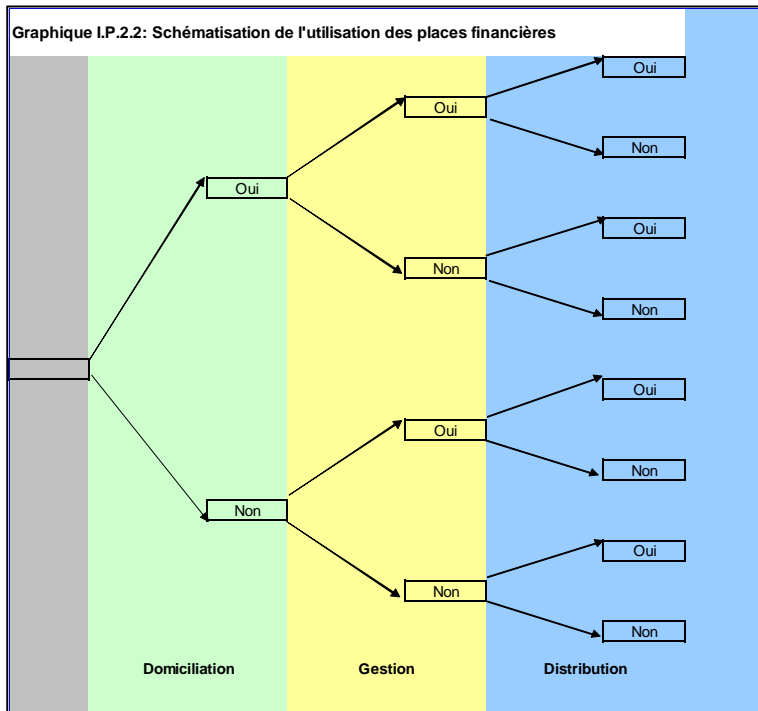
Enfin, **les centres de gestion** regorgent d'institutions multinationales avec des professionnels qualifiés en finance d'investissement. Généralement, on trouve ce type de centres sur une place financière établie dans la gestion bancaire. Ce sont souvent de grandes capitales ou des villes ayant créé un environnement attractif vis-à-vis des activités financières.

Autant la domiciliation ou la gestion d'un fonds nécessitent une localisation physique sur une place unique déterminée, la distribution peut, elle, se faire sur plusieurs places pouvant être distinctes des centres de domiciliation et de gestion.

De par sa structuration, un fonds peut donc faire intervenir plusieurs places financières. De fait, un fonds peut intervenir sur :

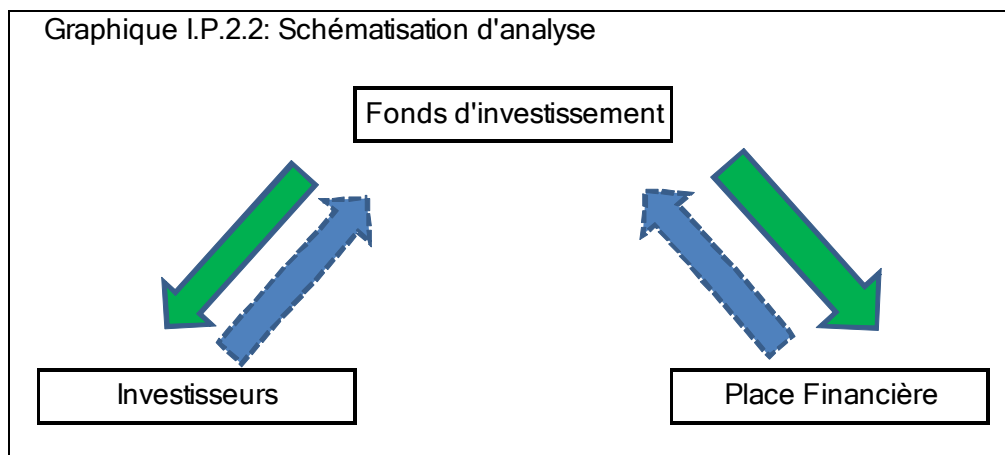
- une place : elle concentre les trois activités ;
- deux places : deux activités sur une place et l'autre sur une seconde place ;
- trois places : chacune des trois activités sur une place distincte ;
- plusieurs places : il est distribué sur plusieurs places.

Pour une place donnée, nous avons identifié huit cas de structurations possibles. Nous avons les choix suivants (graphique IP22) :



Dans notre approche de modélisation, nous proposons deux approches théoriques de structures hiérarchiques concourant à la genèse d'une place de fonds d'investissement :

- La relation entre le fonds d'investissement et les investisseurs
- la relation entre le fonds d'investissement et l'environnement institutionnel



Le premier type de relation que nous étudions (chapitre 4) est représenté par la relation existant entre les fonds et les investisseurs. L'existence du fonds, est en effet, assujettie à la satisfaction des besoins et attentes des investisseurs. Nous ne saurons faire une étude de la compétitivité et de l'attractivité de l'industrie sans une bonne connaissance de la relation entre l'offre et la demande. Afin de mieux discuter de cette relation, nous retenons les investisseurs privés au détriment des investisseurs institutionnels.

La seconde relation étudiée dans la présente partie (chapitre 5) est la relation entre le fonds d'investissement et l'environnement institutionnel. Ainsi, partant de la structure même de l'industrie, nous construisons un modèle théorique de compétitivité et d'attractivité des places financières. Ce modèle décrit dans un premier temps le processus de formation des places financières par l'amélioration de ses parts de marchés. Dans un second temps, il consacre la fragmentation de l'activité dans l'industrie des fonds. Par la suite, nous décrivons le processus de localisation multiple selon l'activité.



## Chapitre 4

# LES RELATIONS INVESTISSEURS-GÉRANTS

## Introduction

L'économie des fonds peut être abordée du point de vue du produit. Une étude des attentes de la clientèle et de la concurrence que se livrent les firmes d'une industrie pour satisfaire cette clientèle est nécessaire à l'analyse de la concurrence au sein de ladite industrie.

Si l'analyse de la performance des fonds d'investissement jouie d'une littérature abondante ([ADMA85], [BLAK93], [BROW95], [CUMB90], [DANI97], [DYBR85], [GRIN92], [KHOR99]), celles se focalisant sur le risque comme caractéristique centrale de l'investisseur ne sont pas aussi éparses ([BLAK96], [JENS69]). Sur certains marchés européens, le régulateur impose au gérant de fonds de définir le niveau de risque (souvent de 1 à 5) dans le prospectus du fonds. L'idée centrale de cette section est d'utiliser ce niveau de risque, profil d'investisseur, comme paramètre unitaire de l'offre de fonds.

Dans le cadre d'une telle analyse, l'idée centrale, [LIAN02], est de déterminer un profil idéal de l'investisseur potentiel en fonds en utilisant le niveau de risque. En d'autres termes, comment ce dernier évalue-t-il son aversion pour le risque? Ainsi, nous supposons que les sociétés de gestion n'ont accès qu'à seulement deux types d'actifs. Alors que le rendement de l'actif sans risque devrait être stable (exemple d'une obligation), nous admettons qu'il peut baisser en fonction d'un paramètre lié à la

réglementation. Nous présumons que l'actif risqué (exemple d'une action) correspond à un investissement dans le capital des entreprises ([MALK95], [PLIO02])

Nous proposons une adaptation d'un modèle de concurrence spatiale sur les marchés. Ce type de modèle fait l'objet d'une abondante littérature ces dernières années. Dans les modèles d'économie spatiale, il convient de différencier les modèles unidimensionnels<sup>1</sup> et les modèles de concurrence monopolistique<sup>2</sup>. Les premiers établissent une concurrence dans laquelle chaque firme est en concurrence directe avec ses deux seules voisines qui l'entourent. Les seconds admettent le fait que la concurrence ne soit pas seulement globale mais aussi symétrique.

Dans ce chapitre, nous nous proposons d'étudier l'impact du comportement des investisseurs sur les stratégies des firmes de fonds d'investissement. Dans un premier temps, nous définissons le profil idéal d'un investisseur potentiel en fonds en tenant compte de son aversion pour le risque. Nous présentons un modèle usuel à générations successives dans une économie ouverte pour caractériser les choix de ventilations de produits entre actifs risqués et en actifs sans risque.

Nous qualifions ceci de profil de l'investisseur et sera noté  $\theta$ . L'hypothèse d'ouverture de l'économie permettra de prendre en compte une mobilité des capitaux. Cette section présente un modèle théorique qui aide à déterminer les proportions d'actifs idéales pour l'investisseur, par l'étude de sa fonction d'utilité. Cette approche nous permettra de comprendre les stratégies de recherche de clientèle des firmes de fonds d'investissement.

Dans un second temps, l'analyse des stratégies de différenciation des produits nous permet de comprendre le niveau de concurrence que se livrent les firmes localisées

---

<sup>1</sup> *Modèles linéaire [Hotelling (1929)], circulaire [Salop (1979)] ou vertical [Gabszewicz & Thisse (1979)].*

<sup>2</sup> *[Chamberlin (1933)], [Spence (1976)], [Dixit & Stiglitz (1977)].*

sur une place donnée. Nous cherchons à identifier le niveau de différenciation dans l'attraction de clientèle.

Nous y analysons le type de concurrence et le niveau de risque couvert par les fonds d'investissement afin de proposer un produit correspondant au mieux aux attentes des investisseurs. Ce résultat nous permettra de définir les conditions dans lesquelles les firmes privilégient une stratégie de différenciation maximale par rapport à leurs concurrentes.

Enfin, dans une troisième section, nous analysons, pour commencer, la différence de profil dans un univers concurrentiel. Par la suite, nous ébauchons le cas où les préférences des investisseurs sont fonction du produit proposé.

L'essentiel de ce travail tourne au tour de la notion de "profil d'investisseur". Son originalité est d'expliquer de façon implicite le comportement des fonds d'investissement. On introduit par exemple :

- les effets de réglementation, les frais de gestion (élément spécifique des fonds d'investissement)
- un facteur de productivité des entreprises pour ne pas être dans le cadre d'un modèle trop fermé sur les fonds d'investissement.

De fait, l'explication du comportement microéconomique des organismes de placement collectif pourrait conduire à une explication beaucoup plus macroéconomique. Selon Krugman, [KRUG94], la compétitivité d'une nation n'a pas de sens au sein des économies peu ouvertes. Le modèle que nous présentons se déroule dans un cadre économique général d'économie ouverte pour prendre en compte les relations entre les marchés financiers en général et plus singulièrement dans l'économie des fonds d'investissement.

## 4.1 Le cadre d'analyse

Dans le cadre de ce chapitre, nous combinons les développements de trois modèles. En effet, l'idée centrale est de :

- Suivre la démarche de Debonneuil, [DEBO02] (2 périodes : l'une pour l'investissement et l'autre pour la consommation) ;
- Appliquer un modèle de Hotelling classique (segment unitaire, répartition des parts de marché).
- Utiliser la stratégie simple d'allocation d'actif classique (portefeuille mixte actif risqué / actif non risqués) ;

Ainsi, notre approche s'inspire des spécifications et hypothèses de [DEBO02] dans une économie ouverte. Il s'agit ici de combiner à la fois son modèle de l'individu représentatif et celui modèle à générations successives. Ainsi, l'individu représentatif est identifié par le profil de l'investisseur. Tous les individus sont actifs et sont obligés d'investir en fonds leur partie de salaire non consommé en première période. De façon analogue, pour le caractère intertemporel, nous introduisons un taux d'actualisation pour évaluer la valeur de la consommation future.

Par ailleurs, nous proposons une adaptation du modèle classique de concurrence spéciale sur les marchés :

- Segment classique  $[0, 1]$
- Deux firmes flottantes sur le segment se disputent le marché (évaluation des parts de marchés)

Finalement, nous adoptons que le profil de l'investisseur est l'élément essentiel de la loi de l'offre et de la demande (non explicitement étudiée). Ce choix est calqué sur les comportements des agents économiques dans un système de retraite, [DEBO02].

Ainsi, dans une économie ouverte, nous distinguons les produits en actifs risqués de ceux en actifs sans risque.

De par cette structuration, nous pouvons dire que nous sommes dans le cadre des fonds traditionnels. De fait, les fonds dits alternatifs (hedge funds, private equity...) et autres produits structurés ne feront pas partie de ce travail. Nous ne traiterons pas de l'utilisation des produits dérivés, plus sophistiqués.

Le choix de ce type de modèle est motivé par la prise en compte de l'horizon fini de l'investisseur. En étudiant ce dernier sur deux périodes de vie, nous pouvons prendre en compte le rendement de l'investissement.

#### 4.1.1 Les hypothèses d'analyse

Pour les besoins de l'analyse nous avons spécifié plusieurs hypothèses. Notre modèle regroupe notamment les entreprises de fonds d'investissement, (avec les produits fonds d'investissement), un régulateur, des entreprises industrielles et les investisseurs en fonds d'investissement.

##### **Hypothèse H1 : L'économie**

L'économie est composée d'entreprises de fonds et d'entreprises industrielles qui sont neutres au risque, et d'investisseurs qui eux sont averses au risque. Elle est supposée ouverte pour garantir une parfaite mobilité des capitaux. Deux types d'actifs (actif sans risque et actif risqué) existent. Le régulateur impose un paramètre de contrôle sur le rendement de l'actif sans risque. L'actif sans risque offre une rentabilité constante qui est toujours supérieur au paramètre de contrôle du régulateur. L'industrie des fonds est composée de deux entreprises de fonds symétriques ([DIXI77]).

### Hypothèse H2 : Les entreprises industrielle

La fonction de production sera de la forme  $Y = Ak^\phi$  (contrairement à [DEBO02], où la fonction de production par tête est  $y = k^b$ ). La productivité globale des facteurs suit une loi normale. L'investissement dans le capital des entreprises est source de risque, (compte tenu de l'aléa sous-tendant la productivité globale des facteurs). Ainsi,  $A_{t+1} \rightarrow N(\bar{A}; \sigma^2)$ .

### Hypothèse H3 : Les entreprises de fonds

Les entreprises de fonds n'ont accès qu'aux deux types d'actifs (actif sans risque et actif risqué). Elles proposeront donc des produits mixtes combinant ces deux actifs. L'actif sans risque offre une rentabilité constante qui est toujours supérieur au paramètre de contrôle du régulateur. L'actif risqué correspond à un investissement dans le capital des entreprises. L'investissement dans ce type d'actif augmente l'espérance de rendement du fonds. Le gérant de fonds d'investissement se rémunère grâce à des commissions ( $f$ ) payées par l'investisseur ([CHOR95], [CHRI00], [LUOG02]). Ce taux de commissions est supposé exogène et identique quelle que soit la ventilation du fonds ([CHOR95]). Le coût fixe de production ( $C_f$ ) représente le coût de production d'un fonds exclusivement composé d'actifs sans risque. Le coût variable correspond au coût de production inhérent à la détention d'un actif risqué dans le portefeuille. Les caractéristiques de l'offre (coûts de production) et de la demande (fixation des commissions, droits d'entrée....) sont identiques, quel que soit le type de fonds<sup>3</sup>. La fonction de profit des fonds d'investissement est concave en coût variable ;

---

<sup>3</sup>Des caractéristiques différentes en fonction du type de fonds alourdiraient inutilement l'analyse ([SIRR98], [SPEN80])

### **Hypothèse H4 : Les investisseurs**

L'investisseur est analysé sur deux périodes de vie, cela permet de prendre en compte son horizon fini. En première période, l'investisseur dispose d'une allocation correspondant à son salaire. Il répartit cette allocation entre sa consommation et un investissement dans un fonds. Contrairement donc à [DEBO02]), l'épargne est considérée entièrement investie en fonds d'investissement. En seconde période, l'investisseur dispose du revenu de son investissement en première période. Il est caractérisé par son profil de risque([LIAN02]). Ce profil décrit la loi de l'offre et de la demande de fonds d'investissement. Il choisit le produit-fonds en fonction de sa ventilation entre actifs risqués et actifs sans risque. Le profil de l'investisseur est considéré ici comme une variable continue. Si aucune firme de fonds ne lui propose son profil idéal, nous introduisons un "malus" de distance. La fonction d'utilité des investisseurs est concave. La clientèle potentielle des fonds d'investissement est constante et tous les investisseurs achètent des fonds. Un investisseur ne peut investir que dans un seul fonds à la fois. Finalement, l'investisseur n'a aucune information sur les rendements futurs de l'actif sans risque.

#### **4.1.2 Le profil de l'investisseur**

Comme précédemment évoqué, l'allocation d'actif permet de définir le profil de l'investisseur (H4). De plus en plus, les régulateurs européens imposent au gérant de fonds de spécifier le profil de risque de son fonds. Il est représenté par un chiffre allant de 1 pour les produits les moins risqués à 5 pour les produits les plus offensifs. Pour évaluer le profil de risque d'un placement, le gérant utilise une série de critères objectifs et mesurables qui sont globalement guidés par la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) :

- **Le risque sur le capital** est le critère de base pour la détermination du profil de risque. Un placement dont le capital est garanti par l'émetteur figure parmi les produits les plus sûrs et présente donc moins de risques qu'un produit dont l'émetteur n'offre pas la certitude de récupérer, à l'échéance, le capital investi.
- **La catégorie d'actifs** reste déterminante. Une obligation d'Etat, par exemple, présente un profil de risque moins élevé que celui d'une action.
- **Les produits à rendement garanti** permettent à l'investisseur de connaître préalablement le rendement de son placement. De fait, ce placement est plus sûr qu'un produit au rendement imprévisible (quand bien même il offrirait des perspectives plus intéressantes).
- Le fonds doit investir dans **une devise stable**. En effet, selon le cadre MiFID, un produit libellé en monnaie locale présente moins de risques qu'un placement dans une devise étrangère.
- **Le risque de crédit** est évalué sur la base des notations de bureaux indépendants (Standard & Poors Moody's, Fitch IBCA). Un émetteur noté AAA présenterait moins de risques qu'un émetteur noté B.
- **La durée d'investissement** influencerait également le risque vis-à-vis de l'émetteur. En effet, plus la durée d'investissement est longue plus le risque de crédit est important.
- **La diversification sectorielle** du portefeuille permet de sélectionner les secteurs porteurs. Un produit qui investit dans un seul secteur présente beaucoup plus de risques qu'un produit diversifié (pharmaceutique, bancaire...).
- **La répartition géographique** est d'autant plus importante lorsqu'il s'agit d'une région économiquement ou politiquement instable (les pays émergents, les BRIC<sup>4</sup>, les CIVETS<sup>5</sup>, Afrique...).

---

<sup>4</sup> *Fonds investissant au Brésil, en Russie, en Inde et en Chine.*

<sup>5</sup> *Fonds investissant en Colombie, en Indonésie, au Vietnam, en Egypte, en Turquie et en Afrique du Sud.*



Dans une perspective d'adéquation entre le risque du produit et celui de l'investisseur, une pratique de la profession est de rencontrer l'investisseur potentiel (le prospect) et d'identifier avec lui ses attentes et son comportement d'investisseur. On parle alors de profil d'investisseur. C'est globalement ce qui guide l'offre de fonds sur le marché.

A défaut de pouvoir rencontrer individuellement tous les prospects, et, ainsi satisfaire à tous les besoins individuels, dans la pratique commerciale, le gérant de fonds a des profils d'investisseur préétablis. Ces profils d'investisseur sont globalement communs et sont disponibles dans les documents commerciaux ou sur les sites Internet des gestionnaires d'actifs. On retrouve souvent (avec un niveau grandissant de risque) :

- **L'investisseur conservateur** "qui opte pour des placements qui fluctuent peu et qui rapportent des rendements stables. Son portefeuille se compose essentiellement d'obligations telles que bons d'Etat, Euro-obligations, fonds obligataires ou placements structurés garantissant le capital".
- **L'investisseur défensif** "qui souhaite faire fructifier son capital mais n'est pas prêt à prendre des risques limités en actions. Des fluctuations temporaires sont possibles suite à une hausse de taux, au risque de change ou à un climat boursier négatif".
- **L'investisseur neutre** "qui recherche un rendement attrayant, entre sécurité et croissance, et il est prêt à prendre certains risques sur le marché des actions".
- **L'investisseur dynamique** "qui vise un rendement élevé à long terme. Il est prêt à prendre des risques élevés sur le marché des actions, ce qui peut entraîner à court terme de fortes fluctuations du rendement de son portefeuille, voire même un rendement négatif sur certaines périodes".
- **L'investisseur offensif ou agressif** "qui opte résolument pour un rendement élevé à long terme. Il choisit donc délibérément de prendre des risques élevés,

pouvant entraîner parfois des prestations négatives de son portefeuille. Celui-ci se compose dès lors essentiellement d'actions".

Il est clair que cette analyse n'est pas faite avec tous les investisseurs (privés peu fortuné par exemple). Elle est souvent faite pour les investisseurs importants tels que les grandes entreprises (il est ici question de mandat de gestion). Par conséquent, l'investisseur privé, par exemple, trouvant déjà un fonds construit avec un niveau de risque, investira dans le fonds au profil s'apparentant au sien. De fait, nous avons introduit un "malus" de distance. In fine, deux dimensions de risque existent :

- Le risque du fonds, spécifier par le gérant et disponible dans les documents commerciaux ;
- Le profil de l'investisseur, défini par l'investisseur en accord ou non avec le gérant.

Nous supposons dans ce modèle que les managers ne proposent que des produits mixtes (actifs risqués et actifs sans risque). Dans cette section, nous décrivons dans un premier temps le modèle théorique de comportement des investisseurs. Par la suite, une modification de la fonction d'utilité des investisseurs nous permet d'appréhender la détermination des proportions d'actifs. Par la suite, les firmes de fonds ayant connaissance de la caractéristique (profil) des investisseurs développeront des stratégies pour répondre au mieux à leurs attentes.

### 4.1.3 Un modèle de comportement des investisseurs

Le cadre d'analyse général est une économie ouverte ( $H1$ ) composée d'entreprises productrices, d'investisseurs et de sociétés de gestion proposant des fonds d'investissement<sup>6</sup> sur la place financière ( $H1$ ). Nous admettons ( $H3$ ) que les produits commercialisés sont du même type (action, obligation, mixte...) ou de type analogue (mixte 50-50, mixte 20-80...). Cette hypothèse implique que les investisseurs potentiels s'intéressent au même type de produits.

Les produits sont différenciés horizontalement par leur profil d'allocation de portefeuille d'où la volatilité (composition actifs sans risque / actifs risqués) et, verticalement par le niveau de rentabilité espéré. Cette rentabilité est caractérisée par le niveau de risque sous-jacent qui influence les coûts de gestion.

Par hypothèse ( $H3$ ), les sociétés de gestion de fonds d'investissement ont accès à deux types d'actifs. D'une part ( $H1$  et  $H3$ ), elles peuvent utiliser un actif sans risque de rendement  $r - \delta$  où  $r$  est le taux d'intérêt international. Une parfaite mobilité internationale des capitaux ( $H1$ ) permet de garantir que le taux mondial s'impose au pays concerné. Afin de contrôler l'activité économique, un paramètre  $\delta$  de baisse du rendement sans risque due à la réglementation est fixé. Il s'agit d'une forme de taxes à payer ( $r > \delta > 0$ ). D'autre part, les firmes de fonds peuvent utiliser un actif risqué de rendement  $R$  qui correspond à un investissement dans le capital des entreprises du pays d'analyse.

Admettant ( $H4$ ), en première période ( $t$ ), l'investisseur dispose d'une allocation ( $w$ ) qui correspond au salaire qu'il perçoit des entreprises du pays. Il la répartit

---

<sup>6</sup> Il existe plusieurs types de fonds. Les plus connus sont les fonds traditionnels (actions, obligations, monétaires, mixtes) et les fonds alternatifs (hedges funds). Notre analyse ne traite pas des fonds alternatifs.

en consommation ( $c$ ) et en investissement en fonds ( $e$ ). En seconde période ( $t + 1$ ), l'investisseur ne vit que du revenu de ses investissements réalisés la période précédente. Il n'a plus de salaire et il n'investit plus. Cependant, pour investir dans les fonds ( $H3$ ), l'investisseur doit payer des frais ( $f$ ) qui correspondent à la rémunération du gérant ([CHOR95], [CHRI00] et [LUOG02])

#### 4.1.4 La fonction d'utilité des investisseurs

Dans cette section, nous cherchons à caractériser le profil des investisseurs. Il s'agit du couple d'allocation actifs risqués et actifs non risqués du portefeuille optimal pour l'investisseur. Ce profil est caractérisé, par la suite, comme variable continue ( $H4$ ).

Avec  $H4$ , et, une modification de la contrainte budgétaire des modèles à générations successives nous permet de construire la matrice de contrainte budgétaire suivante :

$$\begin{cases} C_t = w_t - e_t \\ e_t = \alpha e_t + (1 - \alpha) e_t \\ C_{t+1} = (1 - f) e^r [\alpha e_t (1 + r - \delta) + e_t (1 - \alpha) (1 + R_{t+1})] \end{cases} \quad (4.1)$$

où

- $C_t$  et  $C_{t+1}$  sont respectivement la consommation en première et seconde période (actualisé) ;
- $w_t$  l'allocation initiale de l'investisseur (le salaire perçu des entreprises nationales) ;
- $e_t$  est le niveau d'épargne en première période. Nous supposons que l'épargne est intégralement investie dans des produits-fonds ;

- $\alpha e_t$  et  $(1 - \alpha) e_t$  sont respectivement les niveaux (valeur) d'épargne investies dans l'actif sans risque (de rendement  $r - \delta$ ) et dans le capital des entreprises (de rendement  $R_{t+1}$  entre  $t$  et  $t + 1$ );
- $\alpha$  est la part d'épargne affectée à l'investissement sans risque.  $0 < \alpha < 1$  est une fonction inverse de l'aversion au risque de l'investisseur. Un  $\alpha = 25\%$  signifie que le quart de l'épargne est investi en actifs sans risque.
- $\tau$  est un paramètre d'actualisation;
- $f$  est le taux de commissions payées.

Les entreprises sont neutres au risque et leur fonction de production est donnée par (H2) (Annexe A 4.1) :

$$Y_{t+1} = A_{t+1} k_{t+1}^\phi \quad \text{avec} \quad 0 < \phi < 1 \quad (1a)$$

- $Y$  est la production par tête;
- $A$  est la productivité globale des facteurs;
- $k$  est le capital par tête;
- $t$  est le facteur temporel.

Selon l'hypothèse H2, L'investissement dans le capital des entreprises est source de risque. La contrainte budgétaire des investisseurs peut être exprimée sous la forme de l'équation (6a) en annexe 4.1 :

$$\left\{ \begin{array}{l} C_t = w_t - e_t \\ e_t = \alpha e_t + (1 - \alpha) e_t \\ C_{t+1} = (1 - f) e^\tau \left[ \alpha e_t (1 + r - \delta) + (1 - \alpha) e_t \left( 1 + r \frac{A_{t+1}}{A} \right) \right] \\ \quad = e_t (1 - f) e^\tau \left[ \alpha (1 + r - \delta) + (1 - \alpha) \left( 1 + r \frac{A_{t+1}}{A} \right) \right] \end{array} \right. \quad (4.3)$$

Ensuite, nous cherchons à déterminer la combinaison idéale pour l'investisseur en étudiant son utilité. Nous préférons une forme logarithmique afin d'avoir une concavité

dans la fonction d'utilité des investisseurs ( $H4$ ). Ce type de spécification est généralement utilisé pour ses propriétés d'additivité et de simplification. Comme il est de coutume dans les modèles à générations successives, nous incorporons un paramètre  $p$  pour caractériser la préférence pour le présent.

La fonction d'utilité de l'investisseur est donc de la forme (Annexe A.4.2) :

$$U_t = Ln(C_t) + \frac{1}{1+p} Ln(C_{t+1}) \quad (4.4)$$

La productivité globale des facteurs dans la consommation de seconde période suivant une loi normale, un moyen pour la faire ressortir est de procéder à un développement limité. Le développement limité d'ordre 2 au voisinage de  $\bar{A}$  permet de trouver un multiplicateur  $(A - \bar{A})^2$  dont l'espérance mathématique correspond à la variabilité  $\sigma^2$  de la productivité du capital des entreprises. Une approximation de l'espérance de cette fonction d'utilité par développement limité est donnée par l'équation (11a) de l'Annexe A.4.2 :

$$\begin{aligned} E_t(U_t) = & Ln(w_t - e_t) + \frac{1}{1+p} [ Ln[e_t e^r (1-f)] + Ln[1+r-\delta\alpha] ] \\ & - \frac{1}{1+p} \frac{\sigma^2}{2\bar{A}^2} \frac{[r(1-\alpha)]^2}{[1+r-\delta\alpha]^2} \end{aligned} \quad (4.5)$$

Nos analyses confirment que la variabilité du rendement du capital de l'entreprise, notée  $\sigma^2$ , réduit l'espérance de l'utilité des investisseurs.

#### 4.1.5 La détermination des proportions d'actifs

Les conditions de premier ordre appliquées à l'équation (4.4) amènent à (Annexe 4.3, Equation 14a) :

$$e_t = \frac{w_t}{(2+p)} \quad (4.6)$$

De ce résultat, nous concluons comme dans tout modèle à deux générations, on remarque que l'épargne totale croît avec le salaire, mais décroît avec la préférence pour le présent. Plus la préférence pour le présent est forte, plus le futur est dévalorisé. L'agent économique préfère consommer que de recourir aux fonds d'investissement.

Par ailleurs, nous trouvons ainsi que, l'aversion au risque et la structure des marchés n'influenceraient pas l'épargne-investissement. De fait l'investissement en fonds dépend de la relation entre le gérant et les investisseurs ([CHRI00]). Cependant, l'investisseur connaît-il vraiment l'avantage des fonds d'investissement ? Le gérant répond-il aux attentes des investisseurs ?

De plus, nous trouvons deux expressions de  $\alpha$  différentes en fonction du signe devant la racine. Toutefois, nous montrons (Annexe 4.3) qu'il convient de sélectionner la formule ci-dessous :

$$\alpha = \frac{2\bar{A}^2 \sigma^2 [(1+r)] + r \sigma (1+r-\delta) \left[ r \sigma + \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2} \right]}{2\bar{A}^2 \delta^3} \quad (4.7)$$

Nous en déduisons la répartition suivante :

$$\begin{cases} \text{Part de l'actif sans risque} = \alpha \frac{w_t}{(2+p)} \\ \text{Part de l'actif risqué} = (1-\alpha) \cdot \frac{w_t}{(2+p)} \end{cases} \quad (4.8)$$

Finalement, la matrice de contrainte budgétaire (4.1) devient (Annexe 4.3, Equa-

tion 17a) :

$$\begin{cases} C_t = \frac{p+1}{p+2} w_t \\ e_t = \alpha \frac{w_t}{(2+p)} + (1 - \alpha) \frac{w_t}{(2+p)} \\ C_{t+1} = (1 - f) e^\tau \left[ \alpha \frac{w_t}{(2+p)} (1 + r - \delta) + (1 - \alpha) \frac{w_t}{(2+p)} \left( 1 + r \frac{A_{t+1}}{A} \right) \right] \\ \quad = \frac{w_t}{(2+p)} e^\tau (1 - f) \left[ \alpha (1 + r - \delta) + (1 - \alpha) \left( 1 + r \frac{A_{t+1}}{A} \right) \right] \end{cases} \quad (4.9)$$

Une étude de la variation de l'équation (4.7) nous permet de tirer les conclusions suivantes (Annexe 4.4) :

1. La part d'investissement en actif sans risque croît avec :
  - le taux d'intérêt international ( $r$ ) applicable à l'actif sans risque : ainsi, la bonne conjoncture économique internationale influence l'attrait pour les actifs sans risque ;
  - la variabilité du rendement de l'actif risqué ( $\sigma^2$ ) : nous en déduisons qu'une économie nationale faible conduit à une préférence pour l'actif non risqué, d'où une forte exposition aux fluctuations économiques internationales ;
2. La part d'investissement en actif sans risque décroît avec :
  - la perte de rendement ( $\delta$ ) sur l'actif sans risque : cela induit qu'une forte réglementation dans le cadre d'une petite économie ouverte concourt au renforcement de l'économie nationale, étant donné que l'investisseur va préférer l'actif risqué (sous-jacent à un investissement dans les entreprises nationales) à l'actif sans risque ;
  - la valeur moyenne du progrès technique ( $\bar{A}$ ) : ainsi une anticipation d'évolution favorable de l'économie nationale conduit à une préférence pour les actifs risqués au détriment des actifs sans risque. Cela suppose aussi une parfaite information de l'investisseur ; d'où la mise sur pied d'un service national fiable de régulation et d'étude économique ;



3. La ventilation du portefeuille n'est pas influencée par :

- les commissions payées ( $f$ ) : par hypothèse ( $H3$ ), nous admettons que les frais sont égaux pour deux produits identiques (proposés par deux firmes différents). Nous n'abordons pas le cas des frais différents étant donné que l'investisseur doit choisir entre deux produits identiques en tous points (allocation, frais...).
- le taux d'actualisation ( $\tau$ ) : généralement, l'investisseur reste intéressé par l'espérance du rendement. Il ne se soucie pas de la valeur réelle de son investissement (actualisation de la valeur future). Ces dernières années, une série de produits dits "fonds à capital garantis" ont finalement délivrés des performances positives sur la période d'investissement mais nettement négatives si nous appliquons le niveau d'inflation.

Pour la suite, en résumé de l'équation (4.7), nous posons :

$$\theta^m \equiv \left( \alpha \cdot \frac{w_t}{2+p}, (1-\alpha) \cdot \frac{w_t}{2+p} \right) \quad (4.7')$$

$\theta^m$  étant le profil idéal de l'investisseur (avec  $\alpha$  donné par l'équation 4.7)

Les firmes de fonds sont en concurrence pour proposer des produits qui correspondent au mieux aux attentes des investisseurs en proposant de meilleurs rendements. Cette quête du rendement induit une prise de risque de plus en plus importante en investissant dans le capital des entreprises, ce qui est source de risque. Les attentes des investisseurs sont déterminées par leur profil dans l'allocation des actifs.

Dans la suite du chapitre, nous admettons ( $H4$ ) cette métrique comme variable continue. Elle détermine le profil d'un investisseur, en caractérisant son portefeuille optimal avec une ventilation entre actifs sans risque et actifs risqués mesurée par  $\alpha$ .

## 4.2 Le comportement des gérants face aux attentes des investisseurs

Dans cette seconde section, aux travers d'un modèle ordinaire de concurrence ([HOTE29]), nous proposons l'analyse de la différenciation par le produit dans une industrie de fonds. Cela nous permet de comprendre les comportements stratégiques des sociétés de gestion dans leur recherche d'un rendement espéré meilleur. Comme précédemment proposé, la hausse du rendement espéré est source de risque et, nous adoptons le postulat suivant ( $H3$ ) lequel le risque est caractérisé par un investissement dans le capital des entreprises.

Le but fondamental est de cerner les stratégies d'offre de produits. Nous considérons deux sociétés de gestion de fonds d'investissement proposant le même type de produit (fonds mixtes obligations - actions, par exemple) sur un marché domestique donné. Ce produit est une réponse aux attentes des investisseurs telles que mesurée par leur profil de risque  $\theta^m$ . Il s'agit d'étudier les caractéristiques de la concurrence dans l'industrie des fonds. Dans cette section, nous présentons le modèle d'analyse permettant de trouver des équilibres en situation de concurrence, décrivant ainsi les différents niveaux de différenciation.

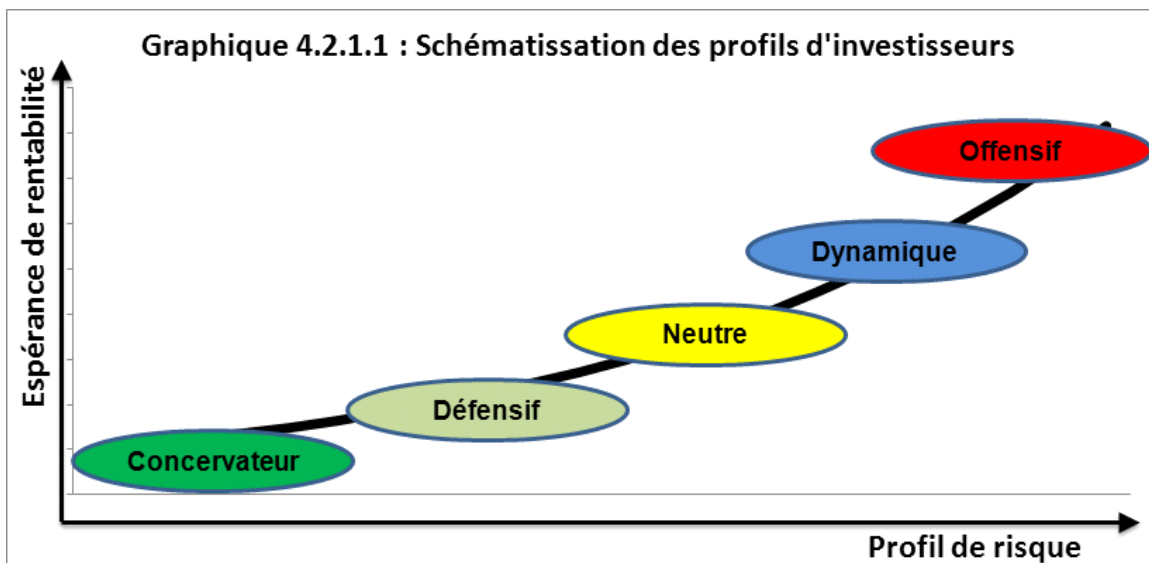
### 4.2.1 Le modèle de comportement des gérants

Dans cette sous-section, selon l'hypothèse  $H1$ , nous considérons une industrie nationale composée de deux firmes de fonds, que nous nommerons  $A$  et  $B$ , se partageant le marché. Chaque firme de fonds dispose d'une préférence pour un profil de produit ; cela induit un coût de gestion sous-jacent la gestion d'actifs risqués.

On admettra ( $H3$ ), d'une part, que le coût fixe ( $C_f$ ) représente le coût de pro-

duction d'un fonds exclusivement composé d'actifs sans risque, et d'autre part, que le coût variable correspond au coût de production inhérent à la détention d'un actif risqué dans le portefeuille. La détention d'actifs risqués nécessite un investissement dans le capital des entreprises. La fonction de production ( $H^2$ ) de ces entreprises étant  $Y = Ak^\phi$ , nous établissons que le coût variable est une fonction  $C = g(A, k) = h(R)$ . Par la suite, nous poserons  $R = C^\phi$

La taille du marché,  $N_p$ , est constante. Les investisseurs se répartissent uniformément sur le segment  $[0, 1]$ . Un investisseur est identifié par son profil  $\theta^m$  (qui représente la composition actifs risqués et actifs sans risque du portefeuille). Sa position sur le segment unitaire  $[0, 1]$  traduit son aversion au risque. Supposons la schématisation suivante du profil  $\theta^m$  (suivant le type d'investisseur tel que présenté dans la section 4.1.2) :



Si malheureusement aucun gérant de fonds du marché ne lui propose exactement son allocation de portefeuille préférée, l'investisseur se déplace sur le segment. Il renonce ainsi au portefeuille qu'il désire pour se contenter d'un autre plus proche de ses préférences. Il subit ainsi un coût dit "de renonciation"  $d > 0$  pour un déplacement

unitaire.

Le surplus brut (rendement de l'investissement) d'un investisseur, lorsqu'il investit dans son type de portefeuille préféré, est égal à :

$$\alpha (r - \delta) + (1 - \alpha) R \quad (4.10)$$

- $R = \varphi A_{t+1} k_{t+1}^{\varphi-1} = r \frac{A_{t+1}}{A}$  ;
- $\alpha (r - \delta)$  est le surplus brut du portefeuille sans risque ;
- $(1 - \alpha) R$  est le surplus brut associé au portefeuille risqué (contenant une part d'actif risqué) ;
- $0 < \alpha < 1$ , variable de décision (équation 4.7) est le paramètre de préférence pour l'actif sans risque. Il est possible de poser  $\beta = 1 - \alpha$  comme paramètre d'attrait pour l'actif risqué.

Etant donnée  $H_4$ , tous les investisseurs achètent des fonds d'investissement. Dans ce cas,  $r - \delta > d > 0$ . Dans le cas où  $r - \delta < 0$  ou  $r - \delta < d$ , on montre qu'il n'y a pas d'intérêt à ajouter un actif sans risque à son portefeuille.

Les investisseurs évaluent de façon analogue leurs préférences pour les portefeuilles. Leur portefeuille moyen est défini par l'équation (4.7'). Le surplus brut est donc le même pour tous les investisseurs (dans la pratique, cela reviendrait à normaliser la taille du marché à 1). Soient  $x_i$  et  $C_i$ , respectivement la part de marché et le coût d'investissement dans l'actif risqué de la firme  $i$  (A, B).

L'utilité de l'investisseur de type  $\theta^m$  en firme  $i$  est :

$$U(\theta^m, i) = \begin{cases} (1 - f) \alpha (r - \delta) + (1 - f) (1 - \alpha) R_A - d(\theta^m - \theta_A)^2, & \text{si } i = A \\ (1 - f) \alpha (r - \delta) + (1 - f) (1 - \alpha) R_B - d(\theta^m - \theta_B)^2, & \text{si } i = B \end{cases} \quad (4.11)$$

Dans cette section, notre objectif est de trouver une allocation (actifs sans risque /

actifs risqués) pour un niveau d'investissement donné (de l'investisseur). Nous adoptons que ( $H3$ ) les portefeuilles risqués ont une plus forte espérance de rendement. Cependant, nous n'étudierons pas à ce stade la volatilité des investissements risqués. De plus, nous admettons constant, le rendement de l'actif sans risque et, celui de l'actif risqué fluctue en fonction des choix du gérant.

Les commissions ( $H3$ ) sont perçues comme une proportion du patrimoine investit. On peut montrer que les commissions varient en fonction de la différence entre les produits proposés par les firmes, de leur allocation, du produit idéal de l'investisseur et du coût de renonciation. Dans la pratique, il existe plusieurs types de frais. Ceux-ci rémunèrent d'une part la société de gestion, d'autre part les organismes qui assurent la distribution (banque, d'assurance, de conseillers financiers...). Ils se décomposent principalement en :

- Droit d'entrée (prélevé à la souscription de part de fonds)
- Commission de gestion (forfait annuel, au prorata des capitaux gérés)
- Frais de sortie (prélevé lors de rachats de parts)
- Les commissions de surperformance (appliqués lorsqu'un fonds surperforme un indice déterminé ou un seuil de déclenchement)
- Frais de révision, frais de publication...

Dans notre modèle, le profit des firmes de fonds est exclusivement composé par les commissions perçues.

$$f = F(x_A, x_B) \tag{4.12}$$

où  $x_i$  représente la taille d'investisseurs susceptibles d'investir dans la firme  $i$ , le niveau de risque étant fixé.

Supposons ( $H_4$ ) la clientèle potentielle,  $N_p$ , constante et  $f^*$  le taux de commissions payées par un investisseur ( $H_3$ ). Cela implique que les investisseurs sont indifférents à choisir un fonds ou l'autre s'ils sont de composition identique<sup>7</sup>. La valeur total des commissions perçues à l'équilibre,  $f^*$ , reste constante et égale à

$$f^* = F(N_p)$$

Avec  $H_3$ , on suppose que les firmes de fonds établissent des allocations contenant des actifs risqués afin de maximiser leur profit. Le profit de la firme  $i$  est :

$$\Pi_i(x_i, R_i) = f^* N_p x_i - C_i - C_f \quad (4.13)$$

avec  $x_i$  la part de marché.

Selon  $H_3$ , cette fonction de profit est concave en  $C_i$ .

#### 4.2.2 La concurrence et le niveau de risque

Nous considérons le développement du modèle par deux niveaux de décision :

- **Etape 1** : les gérants choisissent le profil du produit qu'ils vont proposer.
- **Etape 2** : étant donné les différents produits, les firmes décident simultanément le montant d'investissement en production.

Logiquement, face à l'offre de produit, l'investisseur de type  $\theta^m$  a quatre choix :

1. Ne pas investir si  $U(\theta^m, i) < 0$

⇒ Compte tenu de  $H_4$ , cela est impossible

---

<sup>7</sup>On pourrait aussi considérer que la fixation des commissions est globalement dépendante de l'horizon d'investissement et du niveau d'actifs investis.

2. Investir seulement dans la firme A si et seulement si  $U(\theta^m, A) > U(\theta^m, B)$   
 $\Rightarrow (1-f)(1-\alpha)R_A - d(\theta^m - \theta_A)^2 > (1-f)(1-\alpha)R_B - d(\theta^m - \theta_B)^2$
3. Investir seulement dans la firme B si et seulement si  $U(\theta^*, A) < U(\theta^*, B)$   
 $\Rightarrow (1-f)(1-\alpha)R_A - d(\theta^* - \theta_A)^2 < (1-f)(1-\alpha)R_B - d(\theta^* - \theta_B)^2$
4. Investir simultanément dans les deux firmes si et seulement si  
 $U(\theta^m, A, B) > \text{Max}[U(\theta^m, i)]$

Si dans la réalité, rien n'empêche un investisseur d'investir dans deux fonds au même moment, notre modèle n'admet aucune opportunité d'arbitrage. Ainsi l'investisseur ( $H_4$ ) ne peut investir que dans un seul fonds à la fois. En effet, même si cela peut être source de diversification, le grand désavantage d'investissement simultané est la hausse des frais (commissions). Etant donné que nous n'étudions pas explicitement la structure des frais, les comportements d'investissement simultané n'apportent pas d'informations complémentaires.

Soit  $\theta_i \in [0, 1]$  le profil du produit proposé. Si  $d(\theta^m - \theta_A)^2 > d(\theta^m - \theta_B)^2$ , les investisseurs investissent dans la firme B.

Etant donné que (H4) tous les investisseurs sont obligés d'investir, si les utilités sont équivalentes ( $U(\theta^*, A) = U(\theta^*, B)$ ), les firmes se partagent équitablement le marché. Par ailleurs, cela nous permet de déterminer les parts de marché respectives de chacune des firmes : Il est montré que

$$\theta^* = \left( \frac{\theta_A + \theta_B}{2} \right) + \left( \frac{(1-\alpha)(1-f) \cdot (R_A - R_B)}{2d(\theta_B - \theta_A)} \right) \quad (4.14)$$

$$x_i = \theta^* = \theta_i + \frac{\theta_j - \theta_i}{2} + \left( \frac{(1-\alpha)(1-f) \cdot (R_i - R_j)}{2d(\theta_j - \theta_i)} \right) \quad (4.15)$$

$$x_i + x_j = 1 \quad i, j = A, B \text{ et } i \neq j \quad (4.16)$$

En posant  $\lambda = \theta_B - \theta_A$ , la différence de profil entre les deux firmes dans l'expression (5.15), la part de marché de la firme  $i$  peut aussi s'écrire sous la forme suivante :

$$x_i = \underbrace{\theta_i}_{\theta_i} + \underbrace{\frac{\lambda}{2}}_{\frac{\lambda}{2}} + \underbrace{\left( \frac{(1-\alpha)(1-f)(R_i - R_j)}{2d\lambda} \right)}_{\left( \frac{(1-\alpha)(1-f)(R_i - R_j)}{2d\lambda} \right)} \quad i, j = A, B \text{ et } i \neq j \quad (4.17)$$

Cette nouvelle matrice de parts de marché nous permet de faire le commentaire suivant :

1. Le premier terme garantit que la taille de clientèle potentielle dans la firme  $i$  est  $\theta_i N_p$ ;
2. Le second terme montre que les firmes se partagent de façon équitable la clientèle comprise entre elles;
3. Le troisième terme montre que la taille de la clientèle est fonction des niveaux relatifs d'investissement en actifs risqués et des commissions perçues. Ce terme permet de déplacer la clientèle vers la firme proposant le meilleur rendement espéré avec le minimum de commissions.

### 4.2.3 La recherche d'équilibres

Pour la suite, il convient de maximiser la fonction de profit (4.13)

$$\begin{aligned} \Pi_i(x_i, R_i) &= f^* N_p x_i - C_i - C_f \\ \text{Max}_{C_i} [\Pi_i(x_i, R_i)] & \text{Max}_{C_i} [f^* N_p x_i - C_i - C_f] \end{aligned} \quad (4.18)$$

Afin de garantir la concavité de la fonction de profit en  $C_i$ , ( $H3$ ), nous posons que :  $R_i = C_i^\phi$



L'équation (4.13) devient :

$$f^* N_p \left[ \theta_i + \frac{\lambda}{2} + \left( \frac{(1-\alpha)(1-f)(C_i^\phi - C_j^\phi)}{2d\lambda} \right) \right] - C_i - C_f \quad (4.19)$$

$$\frac{\partial \Pi_i}{\partial C_i} = f^* N_p \left( \frac{\phi(1-\alpha)(1-f)C_i^{\phi-1}}{2d\lambda} \right) - 1$$

$$\left[ \frac{\partial [f^* N_p x_i - C_i - C_f]}{\partial C_i} \right] = 0 \Leftrightarrow f^* N_p \left( \frac{\phi(1-\alpha)(1-f)C_i^{\phi-1}}{2d\lambda} \right) - 1 = 0$$

Suivant  $H3$ , nous pouvons identifier un pont pour lequel aucune firme n'augmente son profit en augmentant ou diminuant la part d'actifs risqués dans son portefeuille. La fonction de profit étant concave en  $C_i$ , supposons donc que la fonction d'utilité atteint son maximum en  $\hat{C}$ . Par ailleurs, étant donné que  $R_i = C_i^\phi$  avec  $0 < \phi < 1$ , la fonction de profit atteint aussi son maximum en  $\hat{R}$

$$\begin{aligned} \hat{C} &= \left[ \frac{2.d.\lambda}{\phi f^* N_p (1-\alpha)(1-f^*)} \right]^{\frac{1}{\phi-1}} \\ \text{et} & \\ \hat{R} &= \left[ \frac{2.d.\lambda}{\phi f^* N_p (1-\alpha)(1-f^*)} \right]^{\frac{\phi}{\phi-1}} \quad 0 < \phi < 1 \end{aligned} \quad (4.20)$$

La stratégie  $(R_1^*, R_2^*) = (\hat{R}_1, \hat{R}_2)$  est un équilibre. Ainsi, à ce stade, la part des actifs risqués à l'équilibre ne dépend pas réellement de la composition du portefeuille de chacune des firmes, mais de la différence existant entre les portefeuilles ( $\lambda = \theta_B - \theta_A$ ). Aussi, l'impact de l'augmentation du coût variable, donc de la part des actifs risqués est-elle identique quelle que soit la taille de la clientèle potentielle

de la firme  $i$ . Chacune des firmes attire la partie de la clientèle intermédiaire comprise entre elles, sans que cette recherche de clientèle n'engendre d'externalités négatives sur sa clientèle potentielle.

Nous trouvons que pour une allocation de portefeuille donnée, toutes choses égales par ailleurs, la part de l'actif risqué croît avec :

- Les commissions payées,  $f^*$  (jusqu'à  $f^* = 50\%$  puis décroît ; mais, logiquement, les taux de commissions n'atteignent jamais ce niveau). Selon la base de données Morningstar (spécialisée sur les statistiques des fonds d'investissement), le Total des Frais sur Encours (TFE)<sup>8</sup> maximal en 2009 était de 5%.
- La taille du marché  $N_p$  (croissance exponentielle). Ainsi, sur un marché suffisamment grand, l'offre et la demande de fonds "risqués" est plus forte. En d'autres termes, sur un marché peu profond, les investisseurs seront beaucoup plus friands de produits peu risqués. Dans la pratique commerciale, la préférence pour les produits sans risque (ou peu risqués) augmente avec l'âge de l'investisseur.

Par hypothèse, nous avons  $A_{t+1} \rightarrow N(\bar{A}; \sigma^2)$  et  $R = r \cdot \frac{A_{t+1}}{A}$ . De fait, on montre que  $R$  suit une loi normale.

De plus, pour une allocation de portefeuille donnée, la part de l'actif risqué est décroissante avec :

- Le coût de renonciation, noté  $d$ , des investisseurs (les investisseurs se contentent facilement d'un produit donné). Ainsi, s'il n'a pas son produit optimal, l'investisseur préférera le produit le moins risqué.
- Le degré de différenciation, noté  $\lambda$ , des firmes de fonds. Ainsi, face à deux

---

<sup>8</sup>plus connu sous le terme "**Total Expense Ratio**" (TER). C'est le moyen traditionnel d'évaluer les coûts payés par les porteurs de parts d'un fonds.

produits complètement différents, la préférence des investisseurs ira au produit peu risqué (*H1* d'aversion au risque).

Cette sous-section conduit aux résultats suivants :

1. La concurrence entre les deux firmes de fonds dépend uniquement de la composition des portefeuilles ;
2. La concurrence est d'autant plus importante que la composition du portefeuille est un élément primordial dans les choix des investisseurs. Si les firmes sont peu différenciées, elles ont de plus en plus tendance à prendre des risques sur le marché d'actifs risqués ;
3. Dans le cas où les firmes offrent des produits risqués, on montre qu'à l'optimum, les proportions de produits risqués sont identiques dans les deux portefeuilles

En fait, la véritable concurrence n'est pas sur les fonds risqué. Fin 2010, l'association européenne des fonds d'investissement<sup>9</sup> notait que la part des fonds actions ne représentait que 35% et les fonds mixtes 17%. Les fonds monétaires et obligataires, moins risqués représentaient plus de 40% de l'actif total des fonds européens.

---

<sup>9</sup>[www.efama.org](http://www.efama.org)

## 4.3 L'analyse des profils et des stratégies

### 4.3.1 La différence de profils

Dans cette sous-section, nous considérons le cas où les firmes de fonds choisissent les allocations des portefeuilles qu'elles vont commercialiser. Nous admettons que la firme  $i$  maximise son profit en fonction de son  $\theta_i$  et de celui de sa concurrente. Les firmes évaluent leur profit respectif en anticipant l'étape 2 de décision.

On montre (Annexe 4.5) que la différence de profil

$$\lambda^* = \left[ \frac{N_p \cdot f^* \cdot (1 - \phi)}{2} \left[ \frac{2 \cdot d}{\phi \cdot (1 - f^*) \cdot (1 - \alpha) \cdot N_p \cdot f^*} \right]^{\phi-1} \right]^{\left(\frac{\phi-1}{2-\phi}\right)} \quad (4.21)$$

Quelle que soit la variation des premiers paramètres, on montre que la valeur de  $\lambda^*$  a une décroissance monotone<sup>10</sup> en  $N_p$ . Elle décroît aussi avec le taux des commissions jusqu'à une valeur  $f^* \geq 80\%$ . Nous n'étudierons donc pas ce cas vu qu'aucun fonds ne fixera des commissions de cet ordre.

On en déduit le comportement des firmes de fonds selon le schéma suivant :

1) Si  $\lambda^* = 1$ , étant sur un intervalle unitaire, cela suppose que  $(\theta_i^*, \theta_j^*) = (0, 1)$ . La solution optimale<sup>11</sup> veut que les firmes choisissent des allocations extrêmes. Dans ce cas, la différenciation entre les deux firmes est maximale. Le coût de gestion des investissements risqués, respectivement le rendement de ces investissements à l'équilibre

<sup>10</sup> Toutefois, il existe un entassement en fonction de la valeur de la clientèle potentielle.

<sup>11</sup> Il est possible d'étudier le cas où  $\lambda^* > 1$ . Normalement, cela suppose que la fonction de  $\lambda^*$  n'a pas de solution, vu que  $0 < \lambda^* < 1$ .

sont égaux à :

$$\begin{aligned} \hat{C}_{(\lambda=1)} &= \left[ \frac{2.d}{\phi.f^*.N_p.(1-\alpha).(1-f^*)} \right]^{\frac{1}{\phi-1}} \\ \text{et} & \\ \hat{R}_{(\lambda=1)} &= \left[ \frac{2.d}{\phi.f^*.N_p.(1-\alpha).(1-f^*)} \right]^{\frac{\phi}{\phi-1}} \end{aligned} \quad (4.22)$$

Les firmes se placent ainsi aux extrémités de l'intervalle. Leur clientèle est simplement déterminée en fonction des goûts<sup>12</sup> des investisseurs. Les parts de marché s'expriment de la forme :

$$x_{i(\lambda=1)} = \frac{1}{2} \quad (4.23)$$

Il s'agit d'un équilibre. La fonction de profit, dans ce cas, se présente sous la forme :

$$\Pi_{i,(\lambda=1)}^* = \frac{N_p.f^*}{2} - \hat{C}_{\lambda=1} - C_f \quad (4.24)$$

2) Si  $\lambda^* = 0$ , cela équivaut à  $\theta_i = \theta_j$ . Intuitivement, lorsque  $\lambda^* \rightarrow 0$ , les firmes se rapprochent l'une de l'autre. Le profil optimal devrait être le milieu de notre segment, ce qui suppose que  $\theta_i = \theta_j = \frac{1}{2}$ . On définit donc l'intervalle de variation de  $\theta_i \in [0, 5 - \lambda^*; 0, 5]$  lorsque  $\lambda^* \rightarrow 0$ . Dans ce cas, l'envergure de la différenciation devient de plus en plus petite. Chacune des firmes tente de proposer le même produit que sa concurrente.

A l'équilibre, la part de marché est donc de  $x_i = \frac{1}{2}$ . On trouve que la part des investissements risqués tend aussi vers 0. Ainsi, les fonds d'investissement se contenteront, de plus en plus, de ne commercialiser que des produits exclusivement non

---

<sup>12</sup> Ces goûts sont considérés exogènes à ce stade de l'analyse.

risqués. On démontre que le profit des fonds, dans ce cas, est de la forme :

$$\Pi_{(\lambda=0)}^* = \frac{f^* N_p}{2} - C_f \quad (4.25)$$

3) Si  $0 < \lambda^* < 1$ , la condition d'équilibre de l'équation de  $\lambda^*$  est

$\lambda^* = \theta_j - \theta_i$ . Il existe une infinité de  $(\theta_i, \theta_j)$  vérifiant la condition. Nous étudions les trois cas de figures suivants :

a) *Supposons*  $\lambda^* = 1/2$ , le couple  $(\theta_i, \theta_j) = (0, \frac{1}{2})$ , vérifie la condition d'équilibre. On montre qu'il s'agit d'un équilibre concurrentiel.

b) *Supposons*  $\lambda^* < 1/2$ , la position  $(0, \lambda^*)$  vérifie la condition d'équilibre. Mais la firme B peut avoir un meilleur profit en proposant des profils plus "grands" avec  $0 < \theta_B < 1/2$ . Cet équilibre n'est donc pas un équilibre concurrentiel.

On établit donc que  $(\theta_i^*, \theta_j^*)$  est un équilibre concurrentiel ( $\lambda^* < 1/2$ ) si  $\lambda^* = \theta_i^* - \theta_j^*$  et  $\frac{1}{2} - \lambda^* < \theta_i^* < \frac{1}{2} + \lambda^*$ ,  $\forall i = 1, 2$

c) *Supposons*  $\lambda^* > 1/2$ . Les couples vérifiant  $\lambda^* = \theta_j^* - \theta_1^*$  sont des équilibres concurrentiels. On a :

$$\frac{1}{2} - \lambda^* < \theta_j^* < \frac{1}{2} + \lambda^* \text{ or } \theta_j^* = \lambda^* + \theta_i^*$$

$$\frac{1}{2} - \lambda^* < \theta_1^* + \lambda^* < \frac{1}{2} + \lambda^* \Rightarrow \theta_1^* < \frac{1}{2}$$

$$\text{donc } \frac{1}{2} - \lambda^* < \theta_i^* < \frac{1}{2}$$

Ainsi, si  $(\theta_1^*, \theta_2^*)$  est un équilibre tel que  $\theta_i^* < \theta_j^*$ , alors  $\theta_i^* \in [0.5 - \lambda^*, 0.5]$  pour  $i = 1, 2$  et  $0 < \lambda^* < 1$ . La part de marché de chacune des firmes de fonds est de la

forme  $x_i = \theta_2^* + \frac{\lambda}{2}$ . Le coût de gestion inhérent et le rendement de l'investissement risqué à l'équilibre sont alors :

$$C_{0 < \lambda^* < 1}^* = \frac{f^* N p}{2} \lambda^* (1 - \phi) \text{ et } R_{0 < \lambda^* < 1}^* = \left[ \frac{f^* N p}{2} \lambda^* (1 - \phi) \right]^\phi \quad (4.26)$$

Les firmes réalisent des investissements risqués identiques. Et, elles se répartissent un profit total de  $f^* . N p - C_{0 < \lambda^* < 1}^* - C_f$  en fonction de leurs parts de marché respectives. Le profit de chacune des firmes est :

$$\Pi_i = f^* N p \left[ \theta_i^* + \frac{(\phi - 1) \lambda^*}{2} \right] - C_f \quad (4.27)$$

La détermination de l'équilibre concurrentiel dépend du degré de différenciation  $\lambda^*$  :

(1) Lorsque  $\lambda^* \rightarrow 0$ , il existe un équilibre unique tel que la différenciation est minimale. Les firmes se positionnent au centre de l'axe de différenciation et n'investissent pas dans le capital des entreprises. Elles auront tendance à commercialiser des fonds exclusivement composés d'actifs sans risque.

(2) Lorsque  $\lambda^* = 1$ , il existe un équilibre unique tel que la différenciation entre les portefeuilles est maximale. Les firmes de fonds se positionnent aux deux extrémités de l'axe de différenciation ;  $(\theta_i^*, \theta_j^*) \in \{(0, 1), (1, 0)\}$

(3) Lorsque  $0 < \lambda^* < 1$ , la différenciation devient difficile à cerner. Il existe une infinité d'équilibre  $(\theta_1^*, \theta_2^*)$  tels que les firmes sont distantes de  $\lambda^*$  et  $\theta_i^* \in [0.5 - \lambda^*, 0.5]$  pour  $i = 1, 2$ .

Nous avons un équilibre symétrique ; cela s'explique par l'hypothèse *H1* de départ qui veut que les investisseurs aient la même préférence pour le rendement. Ainsi, on montre que la différenciation des profils d'allocation à l'équilibre, noté  $\lambda^*$ , est d'autant plus grande que :

- le taux des commissions,  $f^*$ , est grand ;
- la taille de la clientèle,  $N_p$ , est grande ;
- le coût de renonciation au profil idéal,  $d$ , est faible ;
- l'aversion au risque,  $\eta$ , est faible.

**Résultat :** la différenciation des profils est d'autant plus grande que la concurrence est intense. On remarque, à l'instar des modèles de concurrence en prix (exemple de [TIRO98]), que l'incitation à proposer des produits semblables est constante, alors que la tendance à la différenciation maximale dépend des paramètres du modèle.

En effet, lorsque les commissions,  $f^*$ , la clientèle potentielle,  $N_p$  et l'aversion au risque,  $\eta$ , augmentent ou lorsque le coût de renonciation,  $d$ , diminue, la concurrence s'intensifie. Cela renforce ainsi l'effet de différenciation et accentue la concurrence sur le marché.

De plus, la quête d'actifs risqués est d'autant plus grande que les profils d'allocation sont fortement différenciés. En effet, lorsque  $0 < \lambda^* < 1$ , le coût et le rendement de l'investissement risqué à l'équilibre sont :

$$C_{[0 < \lambda^* < 1]}^* = \frac{f^* \cdot N_p}{2} \lambda^* (1 - \phi) \quad \text{et} \quad R_{[0 < \lambda^* < 1]}^* = \left[ \frac{f^* \cdot N_p}{2} \lambda^* (1 - \phi) \right]^\phi \quad (4.28)$$

Ainsi, une offre de fonds variée traduit un accroissement du recours aux actifs risqués. Paradoxalement, deux stratégies d'allocations homogènes présentent un faible recours au capital des entreprises.

A l'équilibre, le profit des firmes décroît avec la forte différenciation. Pour une



firme  $i = 1, 2$ , le profit à l'équilibre est égal à :

$$\Pi_i = \begin{cases} \frac{f^* x_p}{2} - C_{[\lambda=1]}^* - C_f & \text{si } \lambda^* = 1 \\ f^* \cdot Np. \left[ \theta_i^* + \frac{(\phi-1)\lambda^*}{2} \right] - C_f & \text{si } 0 < \lambda^* < 1 \end{cases} \quad (4.29)$$

avec  $\theta_i^* \in [0.5 - \lambda^*, 0.5]$

Avec cette équation, on remarque qu'une concurrence accrue pour conquérir des investisseurs potentiels (mais réticents) oblige les gérants à dépenser une partie non négligeable des ressources que cette clientèle pourrait leur apporter. Nous constatons que le niveau d'utilisation de ces ressources s'accroît avec le niveau de différenciation.

Il est vrai que la différenciation permet d'atténuer la concurrence en rentabilité. Une situation de faible concurrence est décrite lorsque les offres sont peu différenciées. La concurrence s'accroît avec la différenciation des produits. Par conséquent, pour obtenir une bonne différenciation, le gérant a de plus en plus souvent recours aux actifs risqués. L'étude présente (*H3*) est faite dans le cadre de firmes symétriques ([DIXI77]).

### 4.3.2 L'équilibre en stratégies

Dans la section précédente, nous supposons que la préférence des investisseurs était indépendante du profil  $(\theta_i)$  du portefeuille commercialisé. Dans certains cas, il peut être plus réaliste de supposer qu'elle soit une fonction monotone en  $\theta$  (ou que le coût de la rentabilité soit une fonction monotone de  $\theta$ ).

Supposons, par exemple, que l'utilité d'un investisseur de profil  $\theta^m$  qui investit dans le fonds  $i$  s'écrive sous la forme :

$$U(\theta^m, i) = \begin{cases} (1-f)(r-\delta) + (1-f)(1-\alpha)\theta_A R_A - d(\theta^m - \theta_A)^2 & \text{si } i = 1 \\ (1-f)(r-\delta) + (1-f)(1-\alpha)(1-\theta_B)R_B - d(\theta^m - \theta_B)^2 & \text{si } i = 2 \end{cases} \quad (4.30)$$

On montre que  $U(\theta^m, 1) = U(\theta^m, 2) \Rightarrow$

$$\begin{cases} x_1 = \theta_1 + \frac{\lambda}{2} + \frac{(1-\eta)(1-f)(\theta_1 R_1 - (1-\theta_2)R_2)}{2.d.\lambda} \\ x_2 = \theta_2 + \frac{\lambda}{2} + \frac{(1-\eta)(1-f)((1-\theta_2)R_2 - \theta_1 R_1)}{2.d.\lambda} \end{cases} \quad (4.31)$$

$$\Pi^1 = f^*.N_p. \left( \theta_1 + \frac{\lambda}{2} + \frac{(1-\eta) [\theta_1.C_1^\phi - (1-\theta_2).C_2^\phi]}{2.d.\lambda} \right) - C_1 - C_f$$

$$\Pi^2 = f^*.N_p. \left( \theta_1 + \frac{\lambda}{2} + \frac{(1-\eta)(1-f).[(1-\theta_2)C_2^\phi - \theta_1 C_1^\phi]}{2.d.\lambda} \right) - C_1 - C_f$$

$$\frac{\partial \Pi^i}{\partial C_1} = f^*.N_p \frac{(1-\eta).\phi.\theta_1.C_1^{\phi-1}}{2.d.\lambda} - 1$$

$$\frac{\partial \Pi^i}{\partial C_2} = f^*.N_p \frac{(1-\eta).\phi.(1-f).(1-\theta_2).C_2^{\phi-1}}{2.d.\lambda} - 1$$

De façon analogue à la section précédente, on démontre qu'à l'équilibre, les coûts d'investissement en capital à l'étape 2 du jeu sont :

$$\frac{\partial \Pi^i}{\partial C_1} = 0 \Rightarrow C_1^* = \left[ \frac{2 d \lambda}{(1-\eta) \phi . (1-f^*) . f^* . N_p \theta_1} \right]^{\frac{1}{\phi-1}} \quad (4.32)$$

$$\frac{\partial \Pi^i}{\partial C_2} = 0 \Rightarrow C_2^* = \left[ \frac{2 d \lambda}{(1 - \eta) \phi (1 - f^*) f^* N_p (1 - \theta_2)} \right]^{\frac{1}{\phi-1}} \quad (4.33)$$

Dans ce résultat, l'investissement risqué dépend à la fois du profil du produit et de la différence de profils entre les produits. Ainsi, l'augmentation de l'investissement dans le capital des entreprises est motivée par le niveau élevé du profil de portefeuille recherché.

On remarque que :

$$C_1^* = C_2^* \left[ \frac{\theta_1}{(1 - \theta_2)} \right]^{\frac{1}{\phi-1}} \quad (4.34)$$

On montre que  $\frac{\partial C_1^*}{\partial \theta_1} > 0$  et  $\frac{\partial^2 C_1^*}{\partial \theta_1 \partial \theta_1} > 0$ . En posant  $\theta_1 < 1 - \theta_2$ , on trouve que  $C_2^* > C_1^*$ .

Compte tenu de la relation existante entre les différents coûts d'investissement risqués, on en déduit qu'il n'existe pas d'équilibre en stratégies. L'intuition sous-jacente est que si la firme veut proposer des produits de meilleur rendement que la concurrence, il lui est plus avantageux de proposer les mêmes produits que sa concurrente.

### 4.3.3 Proposition d'une analyse schématique

La condition d'analyse est l'adéquation du profil du produit au profil de l'investisseur. L'utilité de l'investisseur  $\theta^m$  restant défini tel que.

$$U(\theta^m, i) = \begin{cases} (1-f)\alpha(r-\delta) + (1-f)(1-\alpha)R_A - d(\theta^m - \theta_A)^2, & \text{si } i = A \\ (1-f)\alpha(r-\delta) + (1-f)(1-\alpha)R_B - d(\theta^m - \theta_B)^2, & \text{si } i = B \end{cases}$$

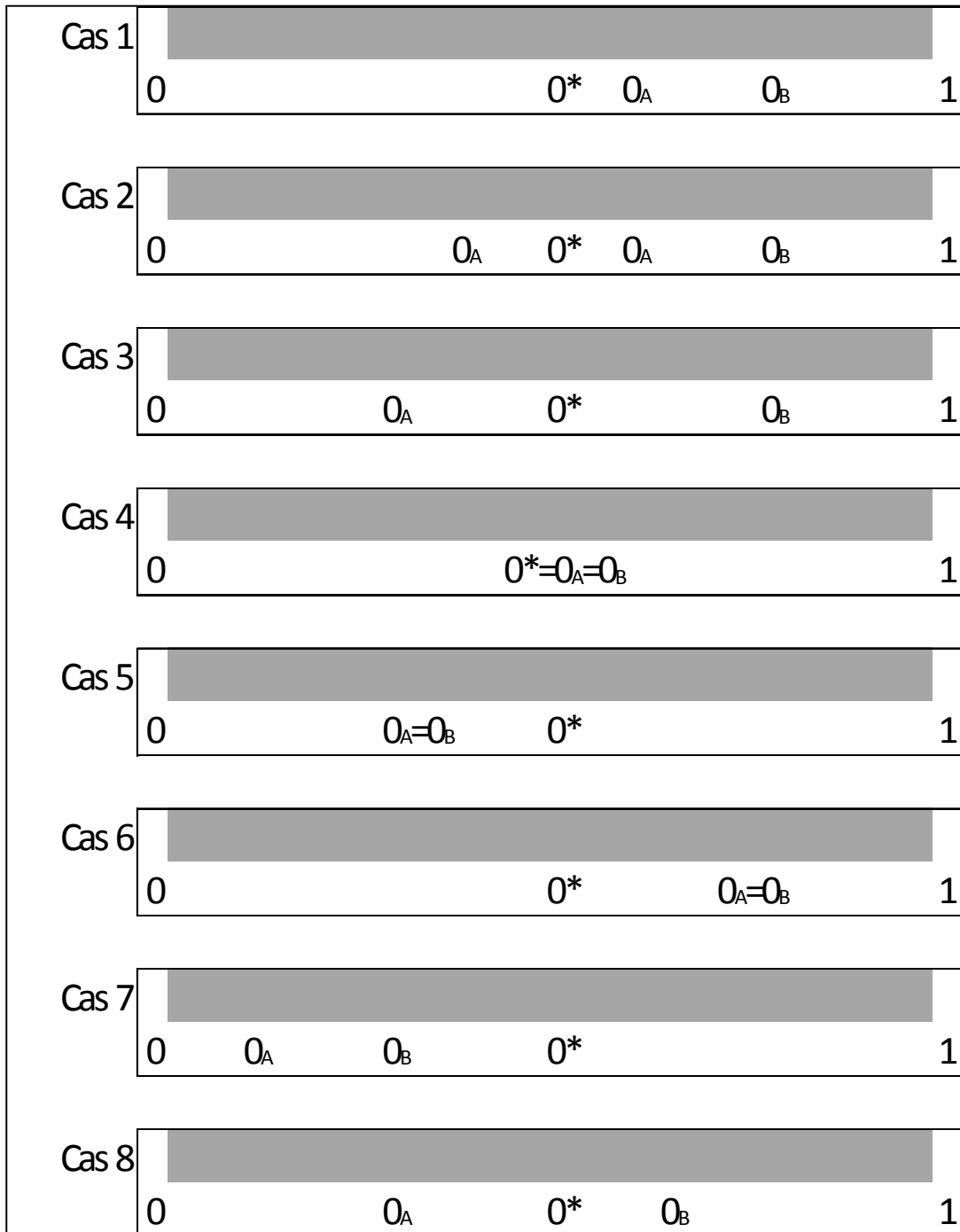
Etant entendu que l'investisseur n'a aucune information sur le rendement futur de l'actif sans risque ( $H_4$ ), il est tout à fait justifiable que la seule contrainte de sélection est la proximité entre le profil de l'investisseur et celui du produit.

De fait si  $(\theta^m - \theta_A)^2 < (\theta^m - \theta_B)^2$ , l'investisseur choisira le produit de la firme B. Posons  $G = (\theta^m - \theta_A)^2 - (\theta^m - \theta_B)^2$

- Si  $G > 0$ , les investisseurs choisissent exclusivement la firme A (cas 1 et 2)
- Si  $G = 0$ , les investisseurs se répartissent équitablement entre les firmes A et B (cas 3, 4, 5, 6)
- Si  $G < 0$ , les investisseurs choisissent exclusivement la firme B (cas 7 et 8)

Le schéma suivant donne les 8 illustrations étudiées.

Graphique 4.3.3.1 : Analyse schématique des choix d'investissement



## Conclusion

Ce chapitre nous a décrit les attentes des investisseurs qui induisent une différenciation des produits des promoteurs de fonds. L'un des points centraux des questions de concurrence dite spatiale est d'expliquer le processus de différenciation sur les marchés. En évolution croissante, certains modèles de produits différenciés se situent aux croisements des modèles unidimensionnels et des modèles de concurrence monopolistique. Ainsi Lancaster [LANC66], Baumol [BAUM67] et Gorman [GORM80] montrent avec une approche - demande que les produits rivalisent entre eux suivant plusieurs dimensions.

Dans les modèles de différenciation verticale, il est d'usage de faire une partition entre biens de haute qualité et biens de basse qualité. La littérature établit que les équilibres obtenus sont généralement asymétriques. Dans son modèle de différenciation avec concurrence en prix [TIRO98], Tirole conclut que la firme qui produit le bien de haute qualité obtient des revenus plus élevés que celle qui produit des biens de basse qualité. Ce résultat tient de la capacité des firmes à différencier leurs produits, mais aussi à l'hétérogénéité des préférences des consommateurs pour la qualité. Par ailleurs, cette même étude conclut que les firmes se différencient pour réduire la concurrence à certaines caractéristiques du marché.

Nous constatons que la décision d'investir est une fonction croissante du revenu-salaire de l'individu et fonction décroissante de la préférence pour le présent. De plus, la proportion des actifs non risqués est une fonction croissante de la variabilité de la productivité des entreprises de l'économie et, une fonction décroissante de la perte de rendement sur l'actif sans risque due à la réglementation de l'activité.

Nous déterminons ainsi un profil idéal d'allocation de portefeuille chez l'investisseur. Sa limite fondamentale réside dans le fait que la décision d'investissement dans

un fonds n'est pas fonction du niveau des commissions payées par l'investisseur. Le manager fixe les niveaux de commissions que l'investisseur accepte.

Il existe un point d'équilibre dans le cas où les firmes proposent deux produits identiques. Dans ce cas, les firmes ne commercialisent que des fonds exclusivement constitués d'actifs sans risque.

De plus, dans le cas où les firmes proposent des produits totalement différents, il existe aussi un équilibre. En accord avec la littérature, on parlera de différenciation maximale. Les firmes se positionnent ainsi aux extrémités de l'axe de différenciation. Le cas le plus révélateur est celui où l'une des firmes offre un produit exclusivement composé d'actifs risqués et l'autre un produit exclusivement composé d'actifs sans risque.

Montrant que les fonds d'investissement tiennent compte des attentes de l'investisseur, cherchant à les satisfaire au mieux, le corollaire direct voudrait que les firmes de fonds s'approchent du client et surtout diminuent les coûts d'opération pour rester compétitives.

## Chapitre 5

# LA FRAGMENTATION DE L'ACTIVITÉ DANS LES FONDS

## Introduction

Dans notre approche de modélisation, nous avons voulu étudier la relation entre le fonds d'investissement et l'environnement institutionnel. Ainsi, partant de la structure même de l'industrie, nous construisons un modèle théorique visant à étudier à la fois la formation, la compétitivité et l'attractivité des places financières de fonds d'investissement. Ce modèle ambitionne de cerner les deux typologies évoquées précédemment : la typologie basée sur l'activité et celle basée sur la taille.

Nous considérons deux stratégies : l'une assimilable à du protectionnisme et l'autre est tournée vers l'international. Les places financières ambitionnent de proposer des combinaisons adéquates de ces deux stratégies en vue d'attirer le maximum de firmes d'investissement. Alors que les parts de marché retracées par les centres financiers décriront la typologie basée sur le développement, la fragmentation de l'activité établira quant à elle la typologie basée sur l'activité. Contrairement à la typologie basée sur l'activité (domiciliation, gestion et distribution), nous supposons dans ce modèle que la fragmentation se divise en deux activités au lieu de trois (domiciliation-gestion et distribution).

Il reste assez difficile de faire une analyse en termes de sites de gestion car cela implique de connaître tous les sites d'implantation des gérants de fonds. Compte tenu de cette difficulté nous faisons l'hypothèse que le gérant est localisé là où son fonds



est domicilié. Cette hypothèse, quoique peu réaliste au regard de l'activité, constitue une parade judiciaire pour expliquer la fragmentation de l'activité. Dans la suite de ce chapitre, nous considérons donc que l'activité des fonds est répartie entre la distribution (commercialisation) et l'administration (domiciliation, gestion).

Le profit des places financières est ici mesuré par le revenu tiré de la fiscalité qui augmente avec la part de marché et le taux d'imposition de la place. Par un jeu de simulation statique, cet chapitre décrit la délocalisation partielle ou totale des firmes de fonds. Cela permet dans un premier temps d'expliquer la fragmentation de l'activité des fonds, puis dans un second temps de cerner la typologie des centres financiers tant du point de vue de la taille que de l'activité.

Dans une première section, nous présentons l'environnement économique sous-tendant le modèle. Ainsi, analysons-nous les choix de sites de distribution et de production.

Une autre section de ce chapitre illustre l'attractivité des places financières par l'analyse des tailles de marché et le revenu des territoires hôtes. Finalement, nous proposons différentes études de cas permettant de déterminer les niveaux d'équilibre. Nous y abordons le cas des barrières d'entrée et le poids du régulateur.

## 5.1 Quelques grandes évolutions de l'industrie des fonds

L'essor de l'industrie des fonds<sup>1</sup> est le signe de sa bonne santé financière. Dans cette sous-section, nous faisons une analyse statistique de cette industrie. Nous étudions dans un premier temps l'activité du point de vue de la domiciliation et dans un second temps, du point de vue de la distribution.

### 5.1.1 L'activité de domiciliation

L'analyse du point de vue de la domiciliation est basée sur des statistiques de l'association européenne des sociétés de gestion de fonds et d'actifs<sup>2</sup> De façon générale, l'année 2008 constitue une étape fondamentale dans l'industrie des fonds<sup>3</sup>. Les taux de croissance des actifs sous gestion ont fortement baissés. Partant du principe que la crise de 2008 a beaucoup plus gravement touché les Etats-Unis, l'économie américaine des fonds n'a cependant pas plus souffert que celle de autres régions. La zone Asie-Pacifique a le plus souffert de la crise. Depuis 2009, la croissance est à nouveau au rendez-vous.

%	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TCAM 2000-2008
<b>Monde</b>	21,67	11,33	3,78	16,12	2,34	6,71	27,74	9,70	7,69	-23,62	17,21	12,14	5,06
<b>Amérique</b>	22,98	9,18	5,84	10,13	-2,35	2,30	28,22	5,37	4,70	-16,75	14,93	11,23	2,13
<b>Europe</b>	15,99	9,92	1,60	20,38	10,12	11,82	25,13	15,57	3,78	-26,63	16,98	11,95	8,28
<b>Asie et Pacifique</b>	32,86	33,86	-3,12	49,94	6,25	14,29	33,45	13,47	33,96	-41,41	28,74	16,00	11,00
<b>Afrique</b>	48,95	-0,87	-9,03	64,54	36,37	45,31	40,24	6,55	9,18	-22,89	47,88	35,29	20,09

Source: EFAMA

<sup>1</sup> Nous ne ferons pas une analyse directe du choc dû à la crise de 2008-2009 (quoique ses effets se ressentent sur le tableau et les courbes ci-dessous) faute de recul nécessaires satisfaisantes. Par ailleurs, la mise en place en 2011 de la directive UCITS 4 pourrait encore modifier le paysage de l'industrie.

<sup>2</sup> European Fund and Asset Management Association (EFAMA). [www.efama.org](http://www.efama.org)

<sup>3</sup> voir sous-section dédiée à la crise de 2008 dans la conclusion générale.

L'industrie américaine des fonds est de loin la plus importante. Elle a de tout temps représentée plus de 50% des encours mondiaux. L'économie des fonds y est beaucoup plus ancrée. En moyenne, les fonds américains sont de plus grande taille.

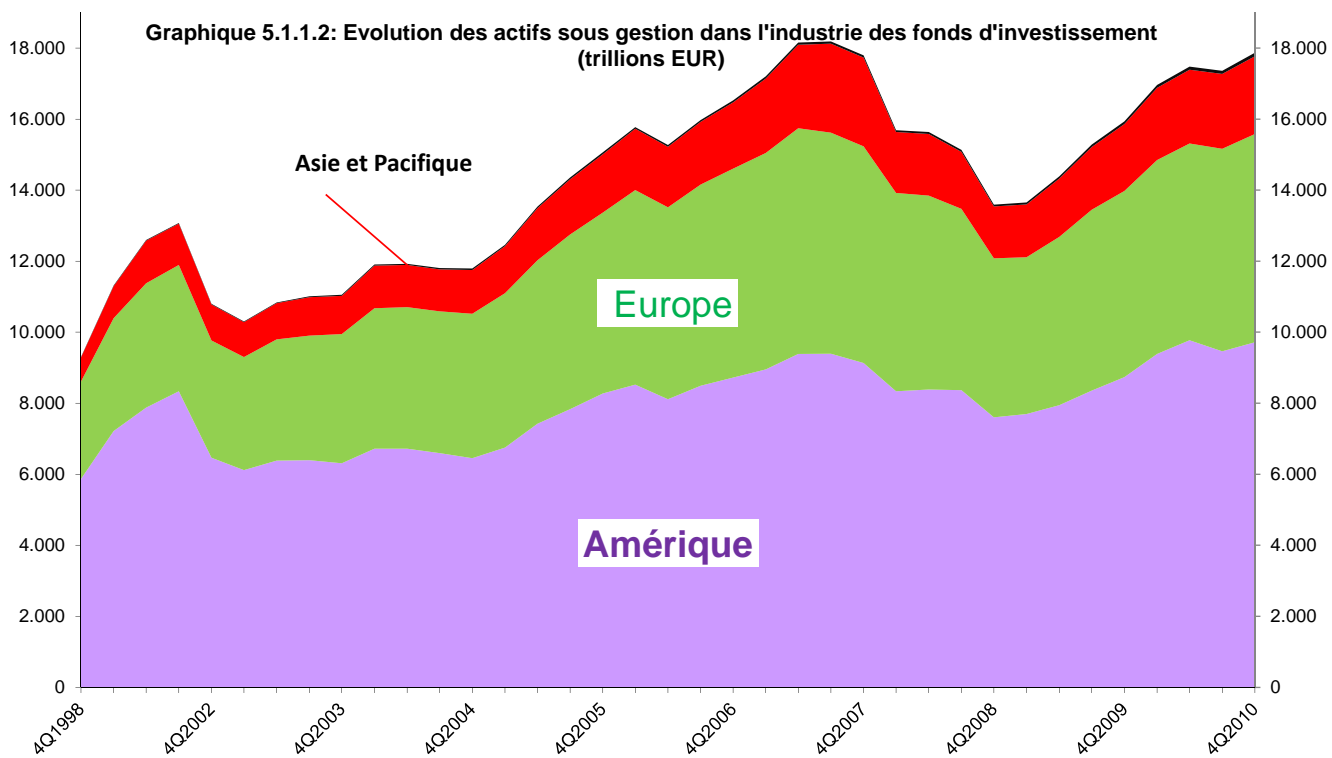
Quant à l'industrie européenne, elle connaissait une croissance soutenue la décennie passée. Avec plus de sept mille fonds domiciliés, la France et le Luxembourg sont les principaux pourvoyeurs de l'industrie européenne (soit plus de 50% des fonds). L'Allemagne, la Belgique, l'Irlande, l'Italie et le Royaume-Uni sont les économies occidentales connaissant une forte croissance en matière de domiciliation. Par ailleurs, il faut signaler l'essor de la Suisse. Quant aux pays scandinaves, nous pensons qu'ils pourraient être des centres importants de fonds d'investissement.

En termes de moyenne d'actifs gérés par fonds, l'industrie américaine est la plus intéressante flirtant avec les six cent millions d'actifs par fonds en 2005. L'industrie européenne, par contre, se situe juste en dessous de la moyenne mondiale ; mais juste suffisant pour surpasser les industries asiatique et africaine. La moyenne mondiale reste dopée par l'industrie américaine.

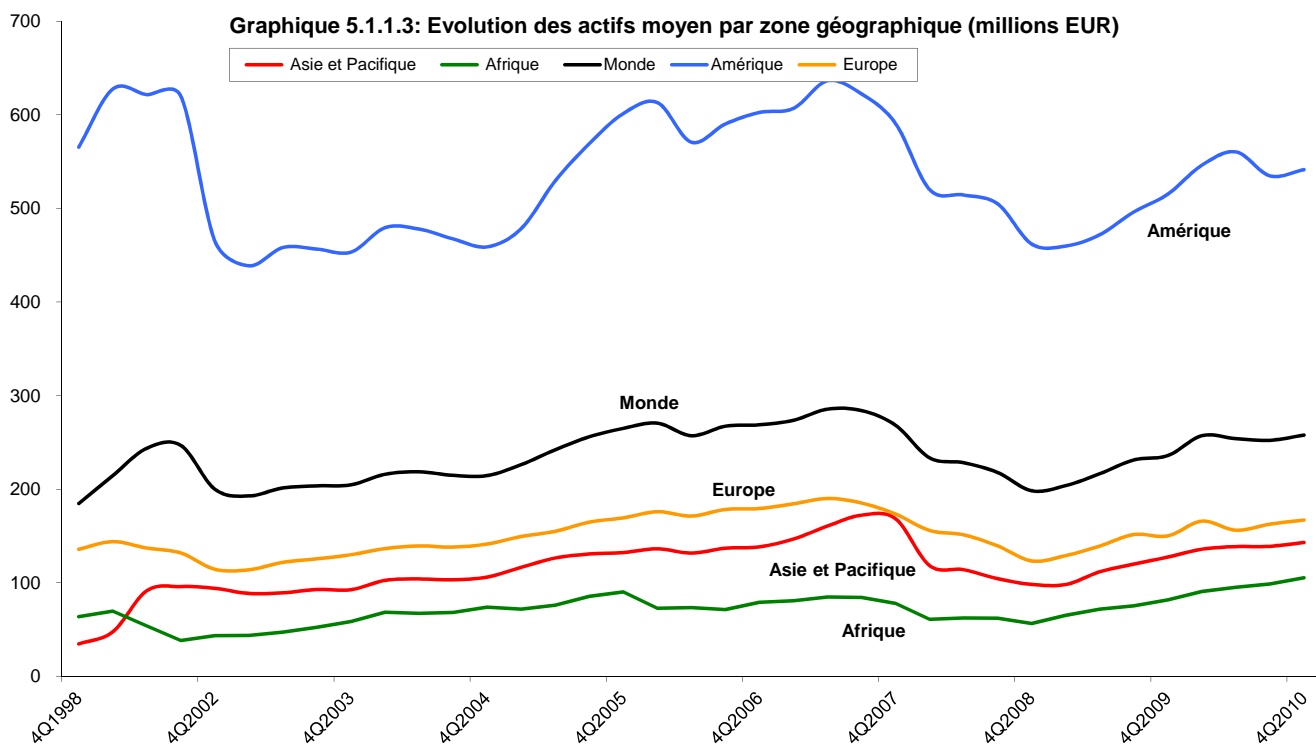
Au-delà de cette croissance en termes d'actifs, au niveau mondial, nous assistons à une faible décroissance du nombre de fonds. Cette tendance s'est accentuée après 2008. En effet, nous assistons à une consolidation dans l'industrie. En Europe par exemple, plusieurs sociétés de gestion ont fusionnées (Crédit Agricole Asset Management / Société Général Asset Management, Fortis Investment management, BNP Asset Management). Il y a aussi eu une vague de consolidation des gammes. Ainsi certaines sociétés de gestion ont fusionné ou liquidé plusieurs fonds "redondant" ou avec peu de succès commercial<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> voir sous-section dédiée à la crise de 2008 dans la conclusion générale.



Source: EFAMA



Source: EFAMA

### 5.1.2 L'activité de distribution

Après cette analyse basée sur la domiciliation, il semble important d'en faire une autre basée sur la distribution. Cette analyse des pays de distribution est faite grâce à la base de données Morningstar de laquelle sont extraites les informations sur quinze grands marchés européens à fin 2009.

Tableau 5.1.2.1 : Répartition du nombre de fonds des principales places européennes				
	Domiciliation	Distribution		
		Total des fonds	dont fonds domestiques	% des fonds étrangers
Luxembourg	10.272	11.186	10.266	8,2
France	6.073	9.248	6.073	34,3
Espagne	5.599	9.204	5.559	39,6
Royaume-Uni	2.790	6.050	2.777	54,1
Irlande	1.932	2.852	1.868	34,5
Allemagne	1.642	8.221	1.639	80,1
Belgique	1.176	3.543	1.175	66,8
Autriche	1.159	5.812	1.159	80,1
Suisse	961	5.541	957	82,7
Italie	705	4.873	705	85,5
Swède	609	3.518	609	82,7
Finlande	472	2.666	472	82,3
Norvège	358	2.353	358	84,8
Pays-Bas	333	3.596	333	90,7
Portugal	290	1.463	290	80,2

Fonds ouverts exclusivement. Au Luxembourg cela représente environ 86% du total de l'industrie  
Sources: Morningstar

Dans notre échantillon de pays, le Luxembourg s'impose à la première place pour la domiciliation et la distribution des fonds. Sur ce territoire, plus de 11.000 fonds sont distribués. La quasi-totalité des fonds domestiques y sont commercialisés. Les autres pourvoyeurs du marché luxembourgeois sont le Royaume-Uni, la Belgique, la France, l'Irlande et l'Allemagne.

Quant au marché français, qui est animé par près de 9000 fonds, l'essentiel des fonds domestiques y est distribuée. Le reste du marché (34%) est largement couvert par 47,09% des fonds de droit luxembourgeois.

Le marché allemand est alimenté par plus de 8000 fonds dont 80% sont des fonds étrangers. Ainsi, 65% des fonds luxembourgeois sont distribués en Allemagne. Par ailleurs, le marché est alimenté à 13,1% par des fonds de droit anglais. Enfin, la quasi-totalité des fonds allemands est commercialisée sur ce marché.

Le Luxembourg est le principal pourvoyeur du marché belge où sont distribués plus de 3500 fonds. En effet, seulement un tiers des fonds de droit luxembourgeois sont distribués en Belgique et constituent trois quart du marché.

En Espagne, plus de 9000 fonds sont distribués. Sur cette place, deux tiers du marché est couvert par les fonds de droit luxembourgeois dont moins de la moitié y sont commercialisés. La totalité des fonds de droit espagnol y sont commercialisés. Le troisième pourvoyeur du marché est le Royaume-Uni qui couvre plus de 10% du marché des fonds. Enfin, seulement 2,1% des fonds français sont distribués en Espagne.

En Italie près de 5000 fonds y sont distribués. Les fonds luxembourgeois y sont peu représentés (moins de 40% d'entre eux) mais couvrent plus de 72% du marché. Dans des proportions identiques, les fonds domestiques et ceux du Royaume Uni et de la France couvrent le marché.

Aux Pays-Bas, le marché est alimenté par plus 3500 fonds principalement domiciliés au Luxembourg. En effet, les fonds luxembourgeois couvrent plus de 79% du marché. La totalité des fonds de droit néerlandais y sont commercialisés. Les Pays-Bas sont de fait un marché couvert par les fonds étrangers.

Enfin, le marché suisse, avec plus de 6000 fonds distribués, est couvert à 72,8% par 56,6% des fonds luxembourgeois qui ont choisi d'y être distribués. Par ailleurs, avec moins de 20%, le Royaume Uni et la Suisse est le second pourvoyeur du marché. Tous les fonds suisses y sont distribué et couvrent 20% du marché. Quant aux fonds allemands et français, ils représentent moins de 2% du marché.

De cette analyse géographique, nous tirons la conclusion que les fonds de droit luxembourgeois sont globalement disponibles sur les sept autres marchés sous revus. La plus faible présence extérieure est observée en Belgique où seulement 39% des fonds de droit luxembourgeois sont distribués.

Quant aux fonds de droit belge, ils sont assez faiblement distribués sur les autres marchés. La plus forte présence belge est enregistrée aux Pays-Bas où seulement 20% des fonds belges sont commercialisés. De ce fait, nous pouvons dire que le marché belge est une place de distribution. Une analyse analogue peut être faite pour la France dont la plus forte présence extérieure est assurée par moins de 3% des fonds.

La Suisse reste un marché fortement concentré. Généralement, moins de 4% des fonds de droit suisse se retrouvent sur les marchés extérieurs. Par ailleurs, l'Italie et l'Espagne ne sont certainement pas des marchés de domiciliation mais plutôt des centres de distribution.

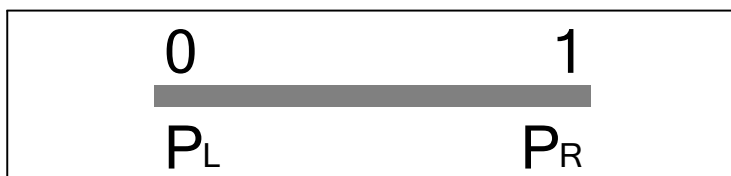
## 5.2 L'environnement économique étudié

Supposons que deux places financières soient en compétition en termes d'attractivité. Elles disposent de deux stratégies dont elles peuvent faire une combinaison adéquate en vue d'attirer le maximum de firmes de fonds. Nous admettons l'existence de deux stratégies :

- La première est assimilable à une forme de protectionnisme, voire préférence nationale (L),
- La seconde est tournée vers l'ouverture des marchés internationaux (R).

Chacune de ces places proposent une combinaison de stratégies. Supposons, du côté de la demande, que les firmes de fonds étudient l'opportunité de se délocaliser partiellement ou totalement sur l'une ou l'autre des places ; et du côté de l'offre, l'une des places est incitée à utiliser une stratégie nationaliste et l'autre plutôt la stratégie d'internationalisation.

Dans ce modèle, nous partons des travaux préliminaires de Hotelling [HOTE29]. Nous supposons que si une place propose exclusivement la stratégie  $L$  elle sera localisée à l'extrémité  $O$  du segment unitaire de Hotelling ; tandis que si elle propose exclusivement la stratégie  $R$  elle est localisée à l'extrémité  $1$  du même segment unitaire. Nous supposons donc, sans perte de généralité, que  $L \leq R$ . Ainsi, la situation sur le segment  $[0, 1]$  détermine la structure de stratégie de la place financière en termes d'attractivité. Nous dénommerons cette combinaison de stratégies "ligne de vie".





Nous supposons finalement que l'activité de fonds est subdivisée en deux parties : l'administration et la distribution. Tandis que la distribution ne nécessite pas une localisation physique de la firme, l'administration, quant à elle, demande une implantation sur l'une ou l'autre des places.

### 5.2.1 Le choix des sites de distribution

Nous admettons que les firmes de fonds sont distribuées uniformément sur l'intervalle unitaire en fonction de leur choix de canaux de distribution qui suppose une combinaison de stratégies. Leur choix de canal se fait donc à une période donnée que nous supposerons référentielle donc unitaire.

Notons que les stratégies diffèrent de façon plutôt horizontale que verticale. Ainsi, la stratégie  $L$  n'est pas toujours considérée comme inférieure à la stratégie  $R$  du point de vue des firmes. Il s'agit d'une question de préférences. Nous traduisons ainsi le fait que chaque firme ayant une préférence située entre les stratégies proposées par les places peut choisir une ligne de vie qui soit une combinaison des deux places. Dans ce modèle nous adoptons qu'il n'existe pas de coûts de changement (*switching cost*) de ligne de vie<sup>5</sup>.

Supposons maintenant que chaque firme dispose d'une utilité minimale  $\bar{v}$  pour l'utilisation de sa combinaison de stratégies idéales. Cette utilité minimale est supposée suffisamment élevée pour garantir que la firme choisisse de distribuer ses fonds sur une place au moins. Cette hypothèse garantit la couverture totale du marché de distribution.

Comme il est d'usage dans ce type de modèle, nous supposons aussi que lorsque la firme ne trouve pas sa combinaison idéale, elle se contente de la combinaison su-

---

<sup>5</sup> En effet, l'existence de ces coûts alourdit considérablement la modélisation.

périeure la plus proche de ses préférences. Nous parlerons dans ce cas de désutilité de choix. Nous montrerons que cette désutilité a une croissance quadratique en "distance" partant de la combinaison préférée vers celle qu'utilise effectivement la firme.

Supposons qu'une firme veuille faire une combinaison de stratégie  $\lambda$ , (ligne de vie). Elle acceptera donc la place financière proposant une stratégie  $s$  assez proche de celle désirée.

$$\Gamma_\lambda = \lambda L + (1 - \lambda)R \quad (5.1)$$

avec  $s$  la combinaison de stratégies désirée par la place financière et  $\lambda$  la combinaison de stratégies proposée par la place firme de fonds

Dans ce cas la désutilité de choix est de

$$\Omega_\lambda = t(\Gamma_\lambda - s)^2$$

avec  $t$  mesurant le coût du choix du "canal disponible" au lieu de son "canal préféré".

### 5.2.2 Les taxes sur la production

La seconde activité des firmes de fonds d'investissement dans notre modélisation est l'administration. Supposons que cette activité, nécessitant une installation physique, comprenne toute l'activité de production. Du fait de son installation physique sur une place, la firme est assujettie aux taxes perçues par les places financières. Cette taxe est source d'une nouvelle désutilité pour les firmes.

Pour une firme, l'installation sur une place suppose le bénéfice d'une fraction  $a_j$  de sa stratégie d'attractivité. Par exemple en vue d'attirer les entreprises sur

son territoire, une place initie une subvention pour loyer modéré quant aux baux commerciaux. De ce fait, dès lors qu'une firme choisit de se localiser sur ce territoire, elle bénéficie de cet avantage. Cependant, du fait qu'elle est sur le nouveau territoire, elle est assujettie à d'autres formes d'impôts.

Ainsi, si les places  $j = L, R$  décident de lever une taxe consécutive à l'installation d'administration sur leur territoire, alors la désutilité associée à la ligne de vie  $s$  de la firme est notée  $\Upsilon_s$  :

$$\Upsilon_s = [\lambda a_L + (1 - \lambda) a_R] \quad (5.2)$$

Cette nouvelle désutilité est linéaire en niveau avec le taux d'imposition applicable. Supposons que la fonction soit identique sur les deux places financières. De ce fait, il ne s'agit plus de différenciation horizontale (en désutilité du fait du choix) mais de différenciation verticale (en désutilité liée aux taxes de localisation).

D'où, l'utilité totale d'une firme utilisant le canal de distribution  $s$  est de la forme :

$$U(s, \lambda, L, R, a_L, a_R) = \bar{v} - t[\lambda L + (1 - \lambda)R - s]^2 - [\lambda a_L + (1 - \lambda)a_R] \quad (5.3)$$

- Le premier terme désigne l'utilité minimale (définie par hypothèse),
- Le second terme est la désutilité née du choix de stratégies,
- Le troisième terme est la désutilité née de la localisation.

Les conditions de premier ordre de cette utilité donnent

$$\frac{\partial U}{\partial \lambda} = 2\lambda t(L - R)^2 + 2t(L - R)(R - s) - (a_L - a_R) = 0$$

Nous en déduisons l'optimum de combinaison de stratégie  $\lambda_o$

$$\lambda_o = \frac{R - s}{R - L} + \frac{a_R - a_L}{2t(R - L)^2} \quad (5.4)$$

Dans ce cas, la désutilité du choix de combinaison de stratégies (équation 5.1) devient :

$$\Gamma_o = s - \frac{a_R - a_L}{2t(R - L)} \quad (5.5)$$

Etant donné que les taxes récoltées sur chacune des places peuvent être différentes d'une place à une autre, nous montrons que la ligne de vie décrite ici est différente de la ligne idéale de la firme. De cette équation de la désutilité du choix de stratégie assimilable (équation 5.5), nous déduisons que :

$$\lambda_s \leq 1 \quad \text{car} \quad s \leq L + \frac{a_R - a_L}{2t(R - L)} \equiv S_L$$

$$\lambda_s \geq 0 \quad \text{car} \quad s \geq R + \frac{a_R - a_L}{2t(R - L)} \equiv S_R$$

où  $S_L$  et  $S_R$  représentent une ligne de vie ne comprenant qu'une seule place financière à la fois (  $s \leq S_L$  et  $s \geq S_R$  ).

Nous concluons que la matrice de ligne de vie est la suivante :

$$\lambda_s = \begin{cases} 1 & \text{si } s \leq S_L \\ \frac{R-s}{R-L} + \frac{a_R - a_L}{2t(R-L)^2} & \text{si } s \in [S_L, S_R] \\ 0 & \text{si } s \geq S_R \end{cases} \quad (5.6)$$

Dans un souci de simplification, nous considérons  $\lambda_s \equiv \lambda \in [0, 1]$ . Par ailleurs, il est à signaler que  $S_L - S_R = L - R$

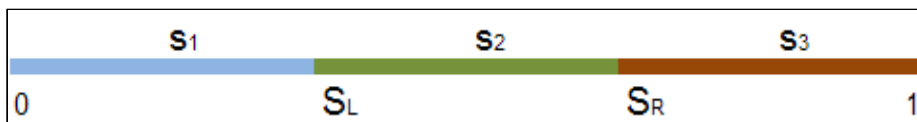
<b><math>\lambda=1</math></b>		<b><math>\lambda=0</math></b>
<b><math>S_L</math></b>	<b><math>s</math></b>	<b><math>S_R</math></b>

## 5.3 Attractivité des places

### 5.3.1 Taille de marché

Nous nous proposons ici de déterminer le nombre de firmes s'installant sur l'une ou l'autre des places L et R.

Dans un premier temps, les places attirent les firmes qui sont satisfaites par une stratégie exclusive ( $s_1$  et  $s_3$ ) puis se partagent les "indécis" ( $s_2$ ).



Soit  $x_j$  la taille du marché, de l'équation 5.6 on peut construire

$$\begin{aligned}
 x_L &= \int_0^{S_L} \lambda_s ds + \int_{S_L}^{S_R} \lambda_s ds \\
 x_R &= \int_{S_L}^{S_R} \lambda_s ds + \int_{S_R}^1 \lambda_s ds
 \end{aligned}
 \tag{5.7}$$

Avec  $s$  suivant une loi uniforme :  $s \rightarrow U[0, 1] \implies \lambda_s(S_L) = 1$  et  $\lambda_s(S_R) = 0$ .

Par conséquent  $x_R = 1 - x_L$  (Le marché est entièrement couvert)

$$\begin{aligned}
 x_L(L, R, a_L, a_R) &= \frac{1}{2} \left[ \frac{a_R - a_L}{t(R - L)} + (R + L) \right] = S_L + \frac{1}{2} (R - L) \\
 x_R(L, R, a_L, a_R) &= \frac{1}{2} \left[ 2 - R - L - \frac{a_R - a_L}{t(R - L)} \right] = 1 - S_R + \frac{1}{2} (R - L)
 \end{aligned}
 \tag{5.8}$$

Ainsi, nous montrons qu'en plus de d'attirer les firmes satisfaites d'une stratégie particulière, les places se partagent équitablement les indécis de l'espace  $s_2$ .

### 5.3.2 Le "bien-être"

Soit  $Y$ , le surplus des places financières en termes de mise en œuvre de stratégies. Nous exprimons le bien-être  $W$  comme la somme de l'utilité  $U$  des firmes et du profit  $Y$  des places lié au revenu d'imposition  $T_j$  sur chacun des marchés.

$$W = Y + U \quad (5.9)$$

Les revenus net d'imposition sur les places  $R$  et  $L$  sont notés respectivement  $T_R$  et  $T_L$

$$T_j = pf(a_j x_j) - p_j a_j \quad \text{avec } j = R, L \quad (5.10)$$

- Le premier terme désigne l'ensemble des taxes perçues
- Le second terme désigne les coûts de mise en place d'une stratégie

Soit  $F$  le coût fixe de mise en œuvre de stratégies sur chacune des places

Le profit des places financières est donc

$$\begin{aligned} Y &\equiv \pi_L + \pi_R + T_L + T_R \\ &= (p_L a_L - F) + (p_R a_R - F) \\ &\quad + [pf(a_L x_L) - p_L a_L] + [pf(a_R x_R) - p_R a_R] \\ &= pf(a_L x_L) + pf(a_R x_R) - 2F \end{aligned} \quad (5.11)$$

L'utilité des firmes est de la forme

$$\begin{aligned}
 U &= \int_0^{S_L} [\bar{v} - a_L - t(L-s)^2] ds \\
 &+ \int_{S_L}^{S_R} [\bar{v} - \{\lambda_s a_L + (1 - \lambda_s a_R)\} - t(\Gamma_s - s)^2] ds \\
 &+ \int_{S_L}^1 [\bar{v} - a_R - t(s-R)^2] ds
 \end{aligned} \tag{5.12}$$

Posons  $A$  le total des taxes payées par les deux places financières

$$A \equiv a_L x_L + a_R x_R \tag{5.13}$$

Par substitution l'équation 5.12 devient

$$U = \bar{v} - A - \frac{t}{3} [L^3 + (1-R)^3] - \frac{4t}{81} (R-L) [1 - (R+L)^2] \tag{5.14}$$

Finalement l'équation (5.9) devient

$$\begin{aligned}
 W &= \bar{v} - 2F - \frac{t}{3} [L^3 + (1-R)^3] \\
 &- \frac{4t}{81} (R-L) [1 - (R+L)^2] + \sum_{j=L,R} [a_j x_j - p f(a_j x_j)]
 \end{aligned} \tag{5.15}$$

Pour simplifier, nous supposons que le coût marginal de la fiscalité est unitaire. De ce fait nous admettons que  $f(\cdot) = a_j x_j$  et  $f'(\cdot) = 1$ . Par ailleurs,  $\underline{p}$  est normalisé à 1. La normalisation de  $\underline{p}$  n'a pas d'influence sur les conclusions de notre modèle. Par conséquent

$$\begin{aligned}
 Y &= A - 2F \\
 W &= \underline{v} - 2F - \frac{t}{3} [L^3 + (1-R)^3] - \frac{4t}{81} (R-L) [1 - (R+L)^2]
 \end{aligned} \tag{5.16}$$

Etant données ces restrictions, et les équations 5.11, les conditions de premier ordre donnent :

$$\begin{aligned}
 P_L &= x_L(L, R, a_L, a_R) + \frac{3a_L - 2a_R}{2t(L - R)} \\
 &= \frac{2a_L - a_R}{2t(R - L)} + \frac{1}{2}(R + L)
 \end{aligned}
 \tag{5.17}$$

$$\begin{aligned}
 P_R &= x_R(L, R, a_L, a_R) + \frac{2a_L - 3a_R}{2t(R - L)} \\
 &= \frac{a_L - 2a_R}{2t(R - L)} + \frac{1}{2}(2 - (R + L))
 \end{aligned}$$

Nous en déduisons donc

$$a_L(L, R, P_L, P_R) = \frac{1}{3}t(R - L)(2 + (R + L) - 2(2P_L + P_R))
 \tag{5.18}$$

$$a_R(L, R, P_L, P_R) = \frac{1}{3}t(R - L)(4 - (R + L) - 2(2P_R + P_L))$$

De ce qui précède, nous montrons que l'attractivité d'un territoire est fonction du type de stratégies mises en place sur chacun des deux territoires. Par ailleurs, la différence éventuelle entre ces stratégies est fondamentale. Pour une meilleure attractivité, une place doit exploiter les insuffisances en de ses concurrents et plus singulièrement de ses voisins immédiats. Elle doit aussi montrer des stratégies identifiables et suffisamment différente.

Par ailleurs, la fiscalité des deux territoires influence l'attractivité de chacun d'eux dans des proportions différentes. Si la fiscalité est la stratégie d'attractivité utilisée, une stratégie concurrente est d'offrir une fiscalité nettement avantageuse. Les taux offerts doivent être suffisamment différent pour qu'il soit difficile à la première place de modifier ces taux à ce nouveau niveau.



Par exemple prenons le cas d'une place existante (A) et une nouvelle place (B) qui souhaiterait développer un secteur particulier. Ainsi, si pour ce secteur d'activité, le taux d'impôt sur le revenu dans le pays A est par exemple de 30%, la stratégie d'attractivité fixant le taux à 25% n'est pas suffisante. La meilleure stratégie pour le pays B est de fixer ses taux à 3% par exemple. Du fait de ce taux beaucoup trop bas, la place A ne pourra modifier sa fiscalité qu'à long terme ; et, malheureusement elle subira une vague de délocalisation vers la place B. Ladite place B pourrait retrouver son équilibre en prenant en compte le nombre de plus en plus croissant de nouvelles entreprises arrivantes. De plus la nouvelle attractivité de la place peut conduire à la concentration d'entreprises d'autres secteurs que celui visé à l'origine. Ce qui est une autre source de revenu<sup>6</sup>.

Si à long terme la place A réussit à ajuster ces taux sur ceux de la place B, celle-ci aura déjà montré un historique et aura eu le temps de trouver de nouvelles politiques pour conserver son attractivité et soutenir sa compétitivité. Malheureusement, confortée par cet accroissement en nombre de firmes sur son territoire, suite à une bonne politique d'attractivité certaines places sont incitées, à long terme, à augmenter leur fiscalité. Nous montrons que cela n'est pas optimal. L'ajustement fiscal ne devrait pas se faire en terme d'augmentation mais plutôt en terme de baisse des taux. Cela permet de rester attractif. Par ailleurs, la nouvelle attractivité de la place

---

<sup>6</sup>*nous n'étudions pas les potentielles externalités négatives.*

## 5.4 Recherche d'équilibres

### 5.4.1 Les barrières d'entrée

Supposons que les gérants soient tous installés sur un territoire au moins ; De fait, le marché est entièrement couvert. Nous avons donc trois types d'entreprises.

- Les entrepreneurs qui choisissent exclusivement la place  $L$
- Les entrepreneurs qui choisissent exclusivement la place  $R$
- Les entrepreneurs qui choisissent simultanément les deux places  $L$  et  $R$ .

Dans le cas où l'entrepreneur choisit les deux places, l'utilité est donnée par :

$$u(s, \lambda, L, R, a_L, a_R) = \underline{v} - t[\lambda L + (1 - \lambda)R - s]^2 - (P_L + P_R)$$

L'optimalité de  $\lambda$  est donnée par  $\lambda = (R - s) / (R - L)$  avec une utilité  $\underline{v} - (P_L + P_R)$ .

On en déduit :

$$\left\{ \begin{array}{ll} s < S_L \equiv L + \sqrt{P_R}/t & \text{alors localisation exclusive sur L} \\ s \in (S_L, S_R) & \text{alors localisation simultanée sur L et R} \\ s > S_R \equiv R - \sqrt{P_L}/t & \text{alors localisation exclusive sur R} \end{array} \right. \quad (5.19)$$

Dans l'hypothèse d'existence de firmes actives sur les deux places financières, la répartition de ces firmes est la suivante  $x_L = S_R$  et  $x_R = 1 - S_L$

Les profits de chacune des places L et R sont respectivement :

$$\pi_L = P_L x_L = P_L S_R = P_L \left( R - \sqrt{P_L}/t \right)$$

et

$$\pi_R = P_R x_R = P_R (1 - S_L) = P_R \left( 1 - \left( L + \sqrt{P_R}/t \right) \right)$$

La maximisation de ces profits donne les prix optimaux  $P_L = \left(\frac{2}{3}R\right)^2 t$  et  $P_R = \left(\frac{2}{3}(L-1)\right) t^2$ .

De ces prix optimaux nous déduisons

$$\begin{aligned} S_L^* &= \frac{1}{3}(2-L) \\ S_R^* &= \frac{1}{3}R \end{aligned} \tag{5.20}$$

Par ailleurs, pour certaines firmes, se localiser sur les deux places suppose que  $S_L^* < S_R^* \rightarrow L + R > 2$ . Ce qui est absurde vu que selon notre hypothèse de départ,  $L \leq R \leq 1$ .

De ce qui précède, nous concluons qu'il est toujours optimal pour la place financière d'augmenter sa fiscalité, jusqu'à ce que les entrepreneurs décident de ne se localiser que sur une seule place. Ce résultat est quasi similaire à celui obtenu par Hotelling, [HOTE29], en présence de produits non échangeables. Il existe une firme marginale, ce qui nous permet de trouver une fiscalité optimale pour un meilleur profit des places.

La quête de stratégies d'attractivité conduit à une différenciation maximale ( $L = 0$  et  $R = 1$ ). De façon analogue aux résultats de Hotelling, la différenciation maximale des stratégies n'est pas socialement optimale. Les frais d'entrée sur une place sont considérés comme un transfert ; ainsi le bien-être social est l'utilité des firmes moins les coûts inhérents à la mise en place de la stratégie. De ce fait, les stratégies optimales d'attractivité sont celles minimisant les coûts des firmes de fonds :  $L = 1/4$  et  $R = 3/4$ . Intuitivement, chacune des stratégies se trouve à équidistance du centre de notre segment unitaire.

## 5.4.2 Les conditions de marché

### a) Le régulateur d'activité

Généralement sur les marchés, il existe un régulateur qui conseille les places financières dans leurs choix de stratégies. Ce régulateur peut être une association supranationale. En Europe, l'EFAMA<sup>7</sup> rassemble l'ensemble des associations nationales de fonds ; de plus, l'Union Européenne émet assez souvent des directives pour réguler l'industrie (directives UCITS<sup>8</sup>).

Dans notre modèle, nous supposons que ce régulateur n'est pas rémunéré pour ses services. Dans le cas de l'existence du régulateur, nous montrons une différenciation maximale des stratégies. Ce qui conduit à un bien-être  $W = \underline{v} - 2F$ . De cette différenciation maximale, nous déduisons que les firmes ont le libre choix de faire une judicieuse combinaison de stratégies ; il reste évident que les firmes utiliseront de façon équitable les deux stratégies. En effet, les places financières présentent la même attractivité. Ainsi, nous concluons qu'en l'absence de tout attachement, les firmes ont tendance à s'établir sur les deux places à la fois afin de profiter des deux stratégies qui se trouvent fondamentalement différentes.

Pour la suite, nous supposons que le régulateur n'a aucun impact sur l'industrie. Les places élaborent et mettent en œuvre les stratégies elles-mêmes. Nous considérons un jeu séquentiel en deux étapes. Supposons que les places financières élaborent des stratégies et, par la suite, imposent des frais d'utilisation de la place (la fiscalité par exemple). Ainsi, la place financière  $L$  par exemple, après la définition de sa stratégie d'attractivité, choisit le prix d'usage qui lui permet de maximiser son profit  $\pi_L = a_L P_L$ .

---

<sup>7</sup> *European Fund and Asset Management Association (www.efama.org)*

<sup>8</sup> Introduction Partie III

Par substitution aux équations 5.20, nous avons le résultat suivant :

$$\begin{aligned}
 \underset{\{P_L\}}{Max\pi} &= a_L P_L - F \\
 &= \frac{1}{3}t(R-L) [(2+R+L-2P_R)P_L - 4P_L^2] - F \\
 \implies P_L &= \frac{1}{8}[2+R+L-2P_R] \tag{5.21}
 \end{aligned}$$

De façon analogue,

$$P_R = \frac{1}{8}[4-R-L-2P_L] \tag{5.22}$$

La résolution des équations 5.21 et 5.22 donne les résultats suivants :

$$\begin{aligned}
 P_L(L, R) &= \frac{1}{30}[4+5(R+L)] \\
 P_R(L, R) &= \frac{1}{30}[14-5(R+L)] \tag{5.23}
 \end{aligned}$$

Par substitution dans les équations (5.18), est obtenu :

$$\begin{aligned}
 a_L(L, R) &= \frac{t(R-L)}{45}[8+10(R+L)] \\
 a_R(L, R) &= \frac{t(R-L)}{45}[28-10(R+L)] \tag{5.24}
 \end{aligned}$$

Finalement les fonctions de profit des places financières  $L$  et  $R$  sont respectivement :

$$\begin{aligned}
 \pi_L(L, R) &= \frac{t(R-L)}{675}[4+5(R+L)]^2 - F \\
 \pi_R(L, R) &= \frac{t(R-L)}{675}[14-5(R+L)]^2 - F \tag{5.25}
 \end{aligned}$$

Les équations (5.23), (5.24) et (5.25) montrent que le profit des places financières, les prix et le niveau de fiscalité sont fonction des deux stratégies.

La recherche des stratégies d'équilibre donne les résultats suivants :

$$\begin{aligned}
 P_R^* &= P_L^* = \frac{3}{10} \\
 a_L(L, R) &= a_R(L, R) = \frac{2t(R-L)}{5} \quad (\implies x_R^* = x_L^* = \frac{1}{2}) \\
 \pi_L(L, R) &= \pi_R(L, R) = \frac{3t(R-L)}{25} - F
 \end{aligned} \tag{5.26}$$

Ainsi, nous démontrons une maximisation de la différenciation en accord avec la littérature. De ces résultats, nous montrons que les places financières présentent des tailles de marchés identiques. Du côté de l'offre, les places proposent une combinaison équitable de stratégies. Cependant, ces stratégies combinées diffèrent d'une place à l'autre.

Du côté de la demande, l'interprétation est plus intéressante. Etant données les tailles de marché identiques, supposons qu'une proportion  $\alpha$  des firmes utilisent exclusivement la stratégie  $L$  (sur la place nationale) et qu'une autre proportion  $\beta$  des firmes utilisent exclusivement la stratégie  $R$  décident de se localiser sur la place internationale. De fait, il ne reste plus qu'une proportion  $(1 - \alpha - \beta)$  des firmes qui utiliseront à la fois les deux stratégies. Dans cette catégorie,  $(\frac{1}{2} - \alpha)$  sont localisées sur la place nationale et  $(\frac{1}{2} - \beta)$  sur la place internationale. En admettant l'égalité des utilisateurs individuels sur chaque place, on remarque que les firmes souhaitant utiliser les deux stratégies se localisent équitablement sur les deux places. Ainsi, pouvons-nous conclure que du côté de la demande, les stratégies  $L$  et  $R$  sont utilisées équitablement.

De plus, il convient de faire un commentaire sur les différences fondamentales entre notre modèle et le modèle standard à la Hotelling. En effet, dans la modélisation Hotelling, les concurrents maximiseraient  $a_j x_j$  (où  $x_j$  sont les prix). Dans notre modèle, les places financières maximiseront  $a_j p_j$  avec  $p_j = d(a_j x_j) / da_j$ . De ce fait, le coût supplémentaire que supporte une place financière qui souhaiterait se différencier de sa concurrente est plus conséquent que celui supporté dans un modèle Hotelling.

Dans une économie non réglementée, l'utilité et le bien-être social des firmes de fonds sont respectivement :

$$U = \underline{v} - \frac{2}{15}t [5L^3 + 3(R - L)] \quad (5.27)$$

$$W = \underline{v} - \frac{2}{3}L^3 - 2F \quad (5.28)$$

Dans cette modélisation, les firmes supportent une désutilité due à la fiscalité qui reste identique sur chacune des places financières. Par ailleurs, compte tenu de son expression, il est démontré que le bien-être des sociétés de gestion de fonds qui se localiseraient sur les deux places financières afin de profiter de deux stratégies ne varie pas. Les firmes proches de l'extrémité  $O$  (respectivement de 1) choisissent une stratégie  $L$  (respectivement  $R$ ) mais devront supporter un coût de désutilité à croissance quadratique plus elles s'éloignent de leurs préférences.

De l'équation (5.26) nous déduisons que la maximisation du profit implique une différenciation maximale. Ainsi  $L = 0$  et  $R = 1$  ce qui suppose donc que

$$\begin{aligned} a_L(L, R) &= a_R(L, R) = \frac{2t}{5} \\ \pi_L(L, R) &= \pi_R(L, R) = \frac{3t}{25} - F \\ x_R^* &= x_L^* = \frac{1}{2} \\ P_R^* &= P_L^* = \frac{3}{10} \end{aligned}$$

Il faut signaler que dans le cas où les places financières proposent la même stratégie ( $R = L = \frac{1}{2}$ ), elles ne peuvent malheureusement pas avoir un profit à l'équilibre. Dans ce cas, du côté de la demande, les sociétés de gestion ont une utilité maximale. En effet, la fiscalité aura tendance à diminuer. Ainsi, les entreprises n'auront plus à payer des frais supplémentaire pour s'installer sur le marché.

Nous pouvons donc conclure qu'en cas d'absence de régulateur de l'industrie, la concurrence accrue conduit à une annulation de la fiscalité et de tout frais induit par la localisation des firmes sur le territoire. De ce fait, les firmes sont indifférentes à s'installer sur un territoire ou l'autre ; ce qui, à l'équilibre, devrait présenter une répartition équitable des sociétés de gestion entre les territoires.

### b) Etude de biais

**Cas 1 :** Supposons que certaines firmes, pour une raison ou une autre, restent attachées à l'une des places que nous supposons être la place financière nationale.

Dans ce cas, le modèle ne décrira qu'un équilibre partiel. De ce fait, considérons que la fonction objective du régulateur (qui n'est pas le seul bien-être social) est d'optimiser le niveau de stratégie  $L$  utilisé.

Soit  $\delta$ , un paramètre mesurant le bénéfice tiré de la préférence pour la place nationale. En référence à l'équation (5.15), la place nationale maximisera

$$\begin{aligned} V^R &= \delta M_L + W \\ &= \delta M_L + \underline{v} - 2F - \frac{t}{3} [L^3 + (1 - R)^3] \\ &\quad - \frac{4t}{81} (R - L) [1 - (R + L)^2] \end{aligned} \quad (5.29)$$

Nous déduisons l'équation suivante

$$\begin{aligned} M_L &= (1 - L) x_L + (1 - R) x_R \\ &\quad \frac{1}{2} \left[ \frac{1}{t} (a_R - a_L) + 2(1 - R) + R^2 - L^2 \right] \end{aligned} \quad (5.30)$$

Supposant que  $\delta > 0$ , nous montrons que si la stratégie  $L$  présente un avantage comparatif, la place nationale n'a aucun intérêt à proposer une combinaison de stratégies. Elle n'offrira que la stratégie  $L$ . Elle se positionnera à l'extrémité 0 de notre



segment unitaire. Par ailleurs, afin de mieux fidéliser les firmes, elle optera pour une annulation totale de la fiscalité.

Par contre, dans ce cas, le choix de la place internationale reste une fonction assez compliquée de  $\delta$  et  $t$ . Il est possible de montrer que cette fonction présente une solution intérieure décroissante en  $\delta$ . Ainsi, plus la préférence nationale est forte, plus la place internationale proposera une stratégie similaire à celle proposée par la place nationale. De plus, quel que soit le niveau de fiscalité sur la place internationale, le bien-être reste en croissance.

En conclusion, en présence d'une préférence nationale, la meilleure planification voudrait qu'une des places financières ne propose que la stratégie  $L$  ( $L = 0$ ); tandis que l'autre place, en plus de la stratégie  $R$ , propose une certaine proportion de la stratégie  $L$  ( $R \leq 1$ ) qui s'accroît avec la préférence nationale. Par ailleurs, la place nationale doit malheureusement annuler sa fiscalité alors que l'autre place financière peut accroître sa fiscalité.

**Cas 2 :** Supposons que la théorie économique en matière de stratégies d'attractivité des firmes de fonds impose l'existence d'une fraction  $\varepsilon$  de la stratégie  $L$  (préférence nationale) dans la combinaison de stratégies que proposent les places financières.

Dans ce cas, nous montrons que l'une des places n'aura aucune incitation à proposer une combinaison de stratégies comprenant plus de stratégie  $L$  qu'imposée. Sa combinaison optimale (Stratégie  $L$ , Stratégie  $R$ ) sera  $(\varepsilon; 1 - \varepsilon)$ . De ce fait, nous montrons que si la contrainte de stratégie nationaliste est forte, la place financière ne pourra conduire son ouverture internationale; ainsi, les firmes de fonds ne seraient donc pas incitées à se délocaliser.

Intuitivement, nous montrons qu'en présence de cette contrainte, la logique économique voudrait qu'il existe un maximum. Supposons  $Max \varepsilon = \varepsilon_L$ . Dans ce cas-ci, nous

montrons que la réponse des deux places peut être décrite de la manière suivante :

**a) Si  $0 < \varepsilon \leq \varepsilon_L$ ,**

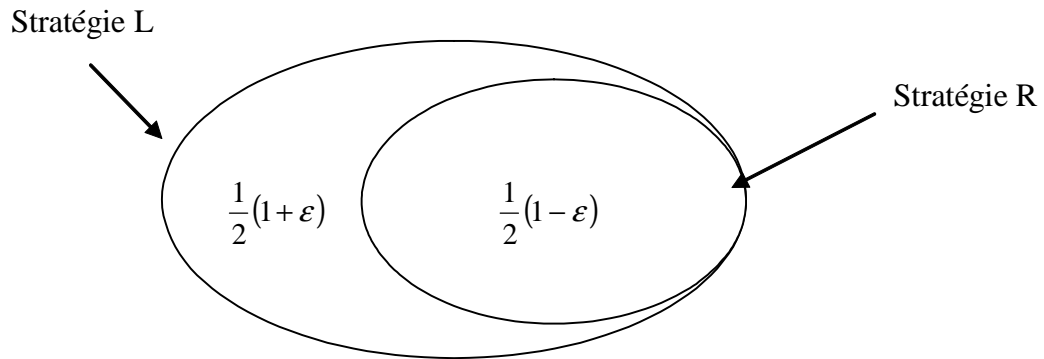
La première place ne proposera que la stratégie  $L$ . Elle se place donc à l'extrémité 0 du segment unitaire. Ce qui induit un fort protectionnisme local. Tandis que la seconde place proposera une combinaison de stratégie  $(\varepsilon; 1 - \varepsilon)$ . Ainsi  $R = 1 - \varepsilon$  sur le segment unitaire.

Nous montrons que la fiscalité de la place financière proposant la stratégie de protectionnisme connaît une baisse notable tandis que celle de la place "internationale" s'accroît. Dans ce cas le profit des places financières est une fonction décroissante de  $\varepsilon$ . De ce fait, elles deviennent moins attractives pour les sociétés de gestion de fonds.

Du fait de ce manque d'attractivité, les places financières finiront, alors, par ne plus tirer avantage de la fiscalité. Toutefois, compte tenu des attentes des firmes, la part de marché de la place "protectionniste" tend à s'amenuiser tandis que celle de la place "internationale" s'accroît considérablement.

Du côté de la demande, nous démontrons que :

- $\frac{1}{2}(1 - \varepsilon)$  firmes utilisent concomitamment les stratégies  $L$  et  $R$
- $\frac{1}{2}(1 + \varepsilon)$  firmes utilisent exclusivement la stratégie  $L$
- 0 firme utilise exclusivement la stratégie  $R$



Etant donné que la place "nationale" ne propose que la stratégie  $L$ , nous montrons qu'à terme, les firmes souhaitant bénéficier des deux stratégies à la fois préféreront s'installer sur la place "internationale". Seules celles qui ne cherchent que la stratégie  $L$  resteront sur la place "nationale". Nous en déduisons donc les parts de marchés suivantes qui sont interprétées comme point d'attractivité :

- $\epsilon$  firmes sont localisées sur la place "nationale" qui ne propose que la stratégie  $L$ .
- $(1 - \epsilon)$  firmes sont localisées sur la place "internationale" :
  - dont  $\frac{1}{2}(1 - \epsilon)$  utilisent simultanément les deux stratégies  $L$  et  $R$
  - et  $\frac{1}{2}(1 - \epsilon)$  utilisent exclusivement la stratégie  $R$

Ainsi, nous montrons qu'à terme, l'ouverture économique est un facteur d'attractivité. Par ailleurs, la contrainte conduit à un usage plus grand de cette stratégie de protectionnisme sur les deux places financières.

**b) Si  $\epsilon_L \leq \epsilon \leq 1$**

La première place sera contrainte de proposer un complément de stratégie d'internationalisation. De façon analogue à la précédente analyse, nous montrons que la

place "nationale" diminue sa fiscalité, et que, par ailleurs, sa part de marché s'amenuise. Par contre, la place "internationale" génère de plus en plus de bénéfice de sa fiscalité, et connaît un accroissement de sa part de marché. De ce fait, la contrainte de protectionnisme est néfaste pour la place "nationale".

Dans ce second cas, nous avons montré que l'imposition d'un quota réduit les proportions des stratégies proposées par les places financières mais que la stratégie de "protectionnisme" reste plus forte. Cela induit un accroissement de la part de marché de la place "internationale" au détriment de la place "nationale". De plus, nous assistons à une détérioration du revenu de la fiscalité sur la place "nationale" alors qu'il s'accroît sur l'autre place.

De plus, les firmes utilisant exclusivement la stratégie  $L$  subissent une désutilité  $a_L(c) + ts^2$ . Ces firmes sont toutefois bénéficiaires dans ce cas ; en effet  $a_L(c)$  décroît quand  $c$  croît.

De l'autre côté, les firmes souhaitant utiliser exclusivement la stratégie  $R$  subissent une désutilité  $a_R(c) + t(s - 1 + c)^2$ . Ces firmes connaissent toutefois un profit induit par la baisse de la fiscalité sur la place "internationale" si  $c$  augmente. Finalement, pour les firmes souhaitant utiliser les deux stratégies, la désutilité est  $t(\Gamma_s - s)^2 + a_L^c - \lambda_s(a_R(c) - a_L(c))$ .

## Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons développé un modèle dans lequel les places financières ont le choix entre deux stratégies ; l'une qualifiée de protectionniste et l'autre d'internationaliste, ces stratégies étant proposées aux firmes de fonds d'investissement présentant des préférences particulières. Dans notre modèle, nous incluons la notion de fiscalité comme source de profit pour les places financières et de désutilité pour les firmes.

Globalement, l'attractivité d'un territoire est influencée aussi bien par ses propres stratégies que par celles offertes par la place concurrente. Dans une économie réglementée, nous concluons à une différenciation stratégique qui aboutit, à terme, à une attractivité identique des deux places en termes de taille, mais à une fragmentation nette de l'activité. En effet, l'une des places se spécialisera en domiciliation et l'autre en production.

Pour une meilleure attractivité, une place doit exploiter les insuffisances en de ses concurrents et plus singulièrement de ses voisins immédiats. Elle doit aussi montrer des stratégies identifiables et suffisamment différente pour que le premier pays ne puisse ajuster ses stratégies que dans le long terme.

Notre modèle montre aussi qu'en l'absence de régulateur, à l'équilibre, les places proposent les mêmes stratégies d'attractivité. Cette situation conduit à une annulation des taxes. Dans ce cas, nous retrouvons des places proposant la même activité et présentant les mêmes niveaux de développement.

Finalement, une stratégie de préférence nationale semble peu intéressante car elle

conduit à une annulation des taxes sur le territoire alors que l'autre stratégie reste efficiente et dégage des profits. Aussi, la fixation d'un quota de stratégie conduit, à terme, à une baisse d'attractivité des places ; en effet, la désutilité de choix des firmes tend à s'accroître.

## Conclusion de la seconde partie

Sur la plupart des places financières, le régulateur est très regardant sur la sécurité des investissements en régulant l'industrie. Cet avantage conduit à une diminution ou une canalisation du niveau de risque que les investisseurs pourraient rencontrer. De plus, certaines places financières proposent des fonds non assujettis aux taxes et impôts pour l'investisseur.

Une analyse des actifs sous gestion montre que l'essor considérable enregistré dans l'industrie des fonds n'est pas uniforme sur tous les marchés. Par ailleurs, il nous paraît utile de souligner le rôle prédominant de la réglementation et de la forte internationalisation dans l'environnement économique des fonds.

Notre modèle portant sur les relations entre investisseurs et gérant permet de soutenir que la décision d'investir est une fonction croissante du revenu-salaire de l'individu et fonction décroissante de la préférence pour le présent. Nous y déterminons ainsi un profil idéal d'allocation de portefeuille chez l'investisseur.

Par ailleurs, le manager fixant les niveaux de commissions que l'investisseur ne peut négocier, nous montrons qu'il existe un équilibre concurrentiel dans le cadre d'un mimétisme. Dans ce cas, les firmes ne commercialisent que des fonds exclusivement constitués d'actifs sans risque. De plus, dans le cas de la différenciation maximale, il existe aussi un équilibre concurrentiel. En accord avec la littérature, on parlera de différenciation maximale.

Dans le dernier chapitre de cette partie, notre modèle analyse les choix stratégiques d'attractivité avec la fiscalité comme source de profit pour les places financières et de désutilité pour les firmes. Ainsi nous montrons que l'attractivité d'un territoire est influencée aussi bien par ses propres stratégies que par celles offertes par la place

concurrente. Par ailleurs, dans une économie réglementée, nous concluons en une différenciation stratégique aboutissant à une attractivité identique des deux places en termes de taille, mais aussi à une fragmentation nette de l'activité.

Notre modèle conclut qu'à l'équilibre les places proposent les mêmes stratégies d'attractivité en l'absence de régulateur. Cette situation conduit à une annulation de la fiscalité. Dans ce cas, nous retrouvons des places proposant la même activité et présentant les mêmes niveaux de développement. Finalement, la stratégie de préférence nationale semble peu intéressante car elle conduit à une annulation des taxes sur le territoire alors que l'autre reste efficiente avec du profit.

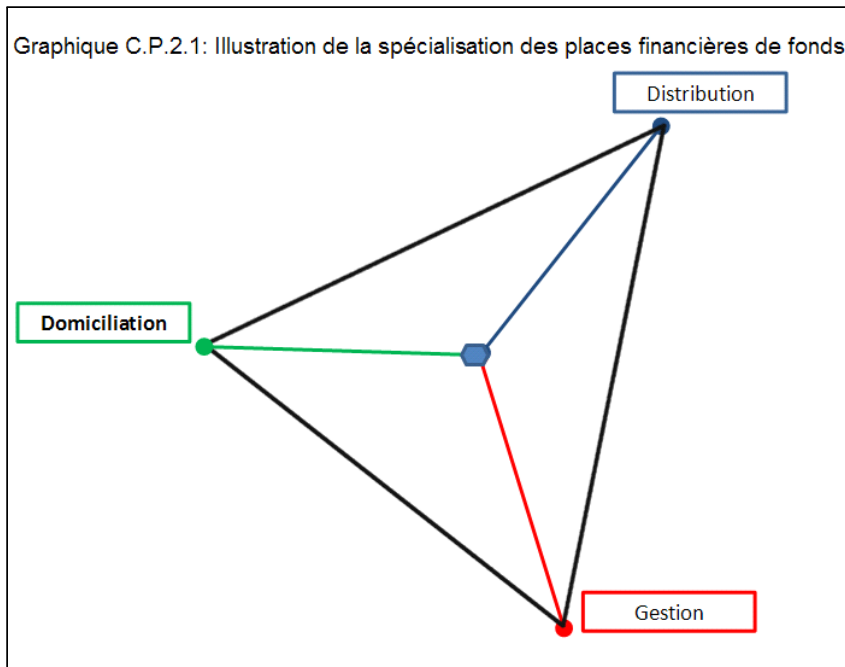
Au-delà de cette typologie en termes d'activités, et, au vu des développements économiques, il nous apparaît important de stipuler qu'il existe aussi des territoires qui font une combinaison judicieuse de ces types de centres. Nous parlerons ici de typologie de spécialisation. A notre avis, il n'existe pas de cheminement idéal (ou combinaison optimale) pour la formation d'un centre "global", c'est-à-dire résumant les différentes activités. En effet, une place peut développer une activité au détriment des deux autres.

Dans l'illustration suivante, nous énonçons une schématisation de la typologie de spécialisation. Nous supposons une surface plane. Les différentes activités du secteur des OPC se trouvent aux extrémités d'un triangle équilatéral.

- Une place spécialisée dans une seule activité se trouve à l'extrémité y afférent,
- Dans le cas où la place se spécialise dans deux activités elle évoluera sur le segment liant les deux activités. Une situation au milieu du segment indiquerait que la place combine équitablement les deux compétences ;
- Une situation sur l'aire intérieure indique une combinaison des trois activités, le niveau d'activité est fonction de la proximité avec le point d'activité. Ainsi, une



place se trouvant au centre du triangle combine aussi équitablement les trois activités.



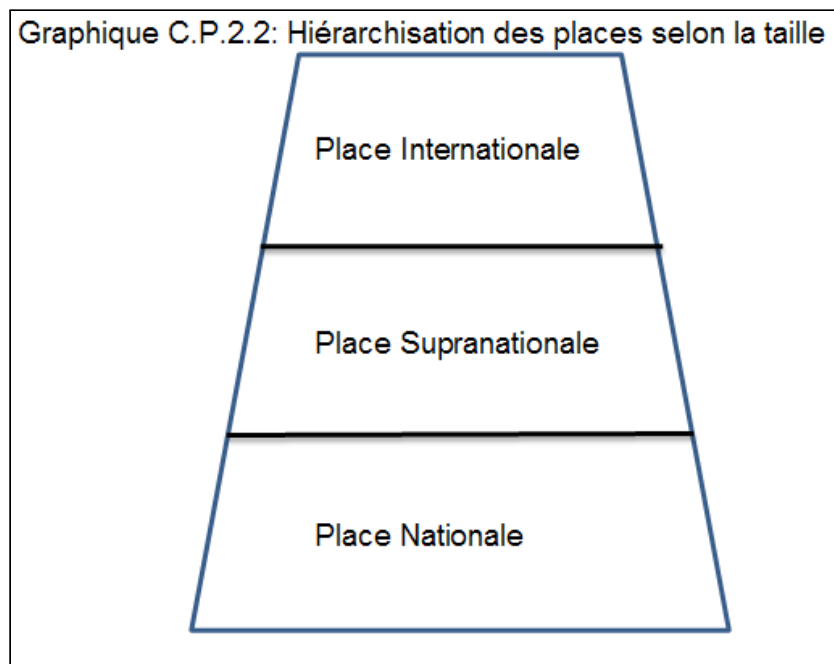
Aussi, dans l'industrie des fonds, admettons-nous, à l'instar de la littérature sur les activités bancaires, qu'il existe une hiérarchisation des places financières. Néanmoins, nous conviendrons que cette hiérarchisation est de forme trapézoïdale. Cette forme s'explique par le fait que nous pensons que peuvent coexister plusieurs places présentant de façon concomitante les mêmes caractéristiques de développement. Nous proposons la typologie suivante : les places nationales, les places supranationales et les places internationales.

La *place nationale de fonds d'investissement* naît généralement d'une volonté politique en vue de son développement. Il s'agit souvent de la place concentrant l'ensemble des activités financières et administratives d'un pays.

Quant aux *places supranationales de fonds d'investissement*, elles constituent le second niveau dans le développement d'une place. Ainsi, forte de son succès national,

la place financière se dote des moyens nécessaires à la couverture des besoins d'une région (besoins locaux et ceux des territoires limitrophes).

Finalement, les *places internationales* de fonds d'investissement développent leurs propres infrastructures financières. Elles sont capables d'attirer un grand nombre de firmes multinationales; il s'agit du plus haut niveau dans le développement d'une place financière.



## Troisième partie

# Les fondements de l'émergence de l'industrie luxembourgeoise des fonds

## Introduction de la troisième partie

Ces dernières décennies, le Luxembourg s'est fait connaître par les spécificités de son système bancaire. La place est rapidement devenue un centre de placements pour une clientèle internationale recherchant des services de placements personnalisés. Si l'on cite assez souvent les activités bancaires (banque de détail, service bancaire pour entreprises, et surtout de banque privée<sup>9</sup>), plusieurs autres institutions du secteur financier (ou secteur connexe) ont connu un essor sur la place :

- Les Organismes de Placements Collectifs (Société d'Investissement à Capital Variable ou Fixe, Société d'Investissement en Capital à Risque, Fonds Commun de Placement...),
- Les assurances (essentiellement l'assurance vie), la réassurance et les captives d'assurance,
- Les autres Professionnels du Secteur Financier (PSF) spécialisés dans les opérations non bancaires mais aussi soumis au secret bancaire (gérants de fortune, distributeurs de part d'organismes de placement collectif, courtiers en opérations financières, domiciliataires de société...),
- Les fournisseurs de services aux acteurs précités (auditeurs-conseil, avocats d'affaires, fiduciaires, agents de transfert...).

Pour ce qui est des Organismes de Placements Collectifs, depuis un peu plus d'une décennie, le Luxembourg a mis en œuvre une série de lois pour développer l'expansion de sa place financière en la matière. Les plus marquantes sont notamment :

- La loi du 8 juin 1999<sup>10</sup> créant les fonds de pension sous forme de société d'épargne pension à capital variable (SEPCAV) et d'association d'épargne-

---

<sup>9</sup> *retail banking, corporate banking* et surtout le *private banking*

<sup>10</sup> *Mémorial A, 1999-06-22, n° 80, pp. 1708-1712*

pension (ASSEP). Grande innovation dans le genre, elle ne contribua cependant qu'au développement de la domiciliation de ces fonds certainement compte tenu du manque de savoir-faire pour leur structuration technique.

- La loi du 20 décembre 2002<sup>11</sup> concernant les organismes de placement collectif (OPC) et modifiant la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée. Elle se caractérise par la transposition rapide en loi nationale des directives européennes 2001/107/CE<sup>12</sup> et 2001/108/CE<sup>13</sup> du 21 janvier 2002 (Directive UCITS) et marque le début de l'essor de la place luxembourgeoise des fonds.
- La loi du 22 Mars 2004<sup>14</sup> sur la titrisation offre la possibilité de constituer une société ou un fonds de titrisation avec un régime fiscal très avantageux (absence de retenue à la source et d'imposition des profits d'un fonds de titrisation). Ses domaines d'application sont divers et variés. Il est en effet possible de titriser différents types d'actifs, risques, revenus ou même des activités.
- La loi du 13 juillet 2005<sup>15</sup> transposant la directive européenne 2003/41/CE<sup>16</sup> sur les fonds de pension paneuropéens. Elle concernait les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, et ne remplit qu'assez partiellement ses attentes.

---

<sup>11</sup> *Mémorial A 2002-12-31, n° 151 pp. 3659-3696*

<sup>12</sup> *Directive 2001/107/CE du 21 janvier 2002 du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 85/611/CEE en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et au prospectus simplifié. J.O.C.E. du 13 février 2002, no L41.*

<sup>13</sup> *Directive 2001/108/CE du 21 janvier 2002 du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 85/611/CEE en ce qui concerne les placements des OPCVM. J.O.C.E. du 13 février 2002, no L41.*

<sup>14</sup> *Mémorial A, 2004-03-29, n° 46, pp. 720-730*

<sup>15</sup> *Mémorial A, 2005-07-21, n° 103, pp. 1832-1838*

<sup>16</sup> *Directive 2003/41/CE du 3 juin 2003 du Parlement européen et du Conseil concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelles.*

- La loi du 13 février 2007<sup>17</sup> sur les Fonds d'Investissement Spécialisés (FIS)<sup>18</sup> à l'attention des investisseurs institutionnels et avertis. Ces fonds peuvent aussi bien être employés pour des fonds privés, des fonds de pension que pour des *hedge funds*. Ils bénéficient d'une exonération de taxes, d'une absence de retenue à la source et d'une absence d'impôts sur le revenu pour les non-résidents luxembourgeois.

L'essor de la place a donc été assez rapide. Après son premier fonds lancé en 1959, le Luxembourg occupe aujourd'hui une place de choix dans l'industrie européenne des fonds. A fin 2009, la place luxembourgeoise comptait un peu plus de 12 000 fonds gérant plus de 1,6 trillions d'euros. En termes de domiciliation, le Luxembourg constitue le plus important centre européen<sup>19</sup>.

Cette partie, consacrée aux fonds d'investissement au Luxembourg, est caractérisée par une enquête statistique effectuée auprès de cent trente-cinq professionnels luxembourgeois de fonds. Le choix de cette place financière est guidé par deux facteurs fondamentaux. Dans un premier temps, il s'agit de la place européenne qui a le plus fait parlé d'elle ces dernières années dans l'industrie des fonds. Il s'agit de la première place financière européenne en matière de fonds d'investissement. Cette place est par ailleurs qualifiée de "place offshore". Cet état a aussi guidé notre choix. En effet, pour plusieurs sociétés de gestion, le Luxembourg constitue une place de choix pour leur activité européenne. De fait, en interrogeant un professionnel luxembourgeois, nous avons plus de chance de comprendre le marché européen.

---

<sup>17</sup> *Mémorial A, 2007-02-13, n° 13, pp. 368-380*

<sup>18</sup> *Specialised Investment Fund (SIF) en Anglais*

<sup>19</sup> *Selon les statistiques de la European Fund and Asset Management Association (EFAMA), la France rassembleait 1,2 trillions d'euros d'actifs sous gestion (pour moins de 8000 fonds) à fin décembre 2009. (www.efama.org)*

## Méthodologie de l'enquête

La type d'enquête choisit est l'enquête d'opinion. Ce type de méthode est utilisé dans la construction des indices internationaux tels que ceux construit par le Forum Economique Mondial et le cabinet AT Kearney. Par ailleurs, le département conjoncture de l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE) réalise constamment des études basées sur des enquêtes d'opinion.

Notre étude été financée par la Evelyn Brust Financial Research and Education Foundation et la Investment Management Consultants Association<sup>20</sup>. L'enquête comporte trois phases : une pré-enquête, un test et l'enquête réelle. Elle s'est déroulée entre fin 2006 et Avril 2007.

### La phase de pré-enquête

En utilisant nos conclusions sur la typologie<sup>21</sup> des facteurs d'émergence d'une place, nous avons identifié thèmes important pour expliquer le développement de la place luxembourgeoise. Cependant, notre étude visait plus singulièrement l'industrie des fonds d'investissement.

A défaut d'une revue de littérature sur le sujet nous avons entrepris de faire une enquête préliminaire. L'objet de cette pré-enquête est de construire et clarifier les principales questions. Il s'agissait de discussions directes globales sur une éventuelle enquête sur l'industrie des fonds. Ainsi le pré-enquêté devrait donner son sentiment sur notre questionnaire initial et éventuellement, proposer des thèmes non abordés.

Ainsi, à ce stade, nous avons interrogé douze personnes ayant d'une façon ou d'une autre des intérêts dans l'industrie luxembourgeoise des fonds<sup>22</sup>. Etant donné

---

<sup>20</sup> *www.evelynbrustfoundation.org et www.imca.org*

<sup>21</sup> *Chapitre 3*

<sup>22</sup> *L'Association des Banques et Banquiers, Luxembourg n'a pas souhaité répondre à notre étude et*

qu'il n'existe pas d'unanimité pour expliquer l'émergence de la place luxembourgeoise des OPC, la constitution de notre pré-échantillon visait à réunir le maximum de différences dans les analyses de l'industrie<sup>23</sup>. La distribution des pré-enquêtés est la suivante :

- 2 à l'Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement<sup>24</sup> : 1 responsable statistique et 1 attaché juridique.
- 1 à la Commission de Surveillance du Secteur Financier<sup>25</sup> : 1 attaché principal.
- 1 à la Chambre des Députés<sup>26</sup> : 1 Député socialiste.
- 4 dans des Cabinets d'audit<sup>27</sup> : 1 Auditeur senior - SICAR/Real Estate (Deloitte), 1 Auditeur senior PSF (Ernst and Young), 1 Partner (KPMG) et 1 Auditeur Fonds d'investissement (PricewaterhouseCoopers).
- 1 au Cabinet d'avocats Elvinger<sup>28</sup> : 1 Avocat spécialiste des fonds d'investissement.
- 3 chez des Bases de données<sup>29</sup> : 1 Commercial BENELUX de Morningstar et 2

---

nous a redirigé vers l'ALFI.

<sup>23</sup> Les institutions ayant participé à cette pré-enquête ne sont plus utilisées dans l'enquête réelle.

<sup>24</sup> Créée en novembre 1988, il s'agit de l'organe officiel qui représente l'industrie des Fonds d'investissement au Luxembourg et vise à en promouvoir le développement ([www.alfi.lu](http://www.alfi.lu)). En France, cela correspondrait à l'Association Française de Gestion-AFG ([www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr))

<sup>25</sup> Il s'agit de l'autorité compétente pour la surveillance prudentielle du secteur financier luxembourgeois ([www.cssf.lu](http://www.cssf.lu)). En France, cela correspondrait à l'Autorité des Marchés Financiers - AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org))

<sup>26</sup> Pouvoir législatif du Grand-Duché de Luxembourg ([www.chd.lu](http://www.chd.lu))

<sup>27</sup> Les auditeurs sont chargés de la révision des comptes (confère section sur la structure d'un fonds au Luxembourg). Les cabinets Deloitte ([www.deloitte.lu](http://www.deloitte.lu)), KPMG ([www.kpmg.lu](http://www.kpmg.lu)), Ernst and Young ([www.ey.com/lu](http://www.ey.com/lu)) et PricewaterhouseCoopers ([www.pwc.lu](http://www.pwc.lu)) sont les principaux de la place luxembourgeoise.

<sup>28</sup> Ces cabinets fournissent des services juridiques aux entreprises. Le cabinet Elvinger est l'un des pionniers de la place financière luxembourgeoise ([www.ehp.lu](http://www.ehp.lu))

<sup>29</sup> Il existe pourvoyeurs de données commerciales généralistes ou spécialisés en fonds d'investissement : Bloomberg, Morningstar, Lipper-Reuters, SimFund, Europerformance..



Commerciaux Luxembourg de Lipper Hindsight.

Une "caractéristique" assez souvent évoquée de l'industrie luxembourgeoise est la fiscalité attrayante de la place. Ainsi, nous avons l'approche politique et fiscale (Chambre des députés, CSSF). Par ailleurs, comme dans toute industrie des associations professionnelles concourent à son "épanouissement. De fait l'ALFI réunira l'approche assimilable au Lobbying.

Au-delà des cabinets d'avocats d'affaires, l'industrie des fonds a vu apparaître une spécialisation dédiée. Enquêter un avocat d'affaires permet d'avoir une approche juridique. Nous pensons que les auditeurs sont les principaux professionnels qui ont une vue globale sur les comportements des sociétés. Si l'industrie des fonds à aider à la consolidation d'autres secteurs, nous espérons comprendre cela avec les réponses des auditeurs. Finalement, les bases de données commerciales spécialisées dans l'industrie des fonds d'investissement ont une vue globale sur l'économie européenne des fonds d'investissement.

### **La phase de test**

Le questionnaire dûment reconstruit a été testé auprès des commerciaux d'une société de gestion française ayant choisi la place luxembourgeoise comme centre de distribution internationale. Cette phase visait surtout à tester la faisabilité du projet.

Il s'agissait de comprendre les éventuels points de blocage pour répondre à certaines questions. Elle nous a permis d'identifier la catégorie de professionnels à enquêter. Nous avons aussi raccourci le questionnaire afin qu'il ne demande pas trop de temps au remplissage.

Nous avons donc choisit d'envoyer le questionnaire par courrier électronique dans un premier temps. Par la suite nous rencontrons l'enquêté en directe ou procédons à

une "analyse" téléphonique.

### **La phase d'enquête**

Par la suite, avec le questionnaire restructuré et adapté, nous avons discutés avec les professionnels de cinquante sociétés de gestion<sup>30</sup> (alors que la place financière n'en comptait que 149 à fin 2006<sup>31</sup>). Ces sociétés de gestion concentrent près des deux tiers de l'industrie luxembourgeoise et près de la moitié de l'industrie européenne<sup>32</sup>. De fait, nous considérons que notre échantillon d'entreprises est suffisamment représentatif pour décrire l'activité des fonds d'investissement en Europe (l'origine des sociétés), en générale, et, plus singulièrement au Luxembourg.

Au total, cent trente-cinq professionnels luxembourgeois spécialistes des fonds d'investissement ont participé à l'étude. La place financière luxembourgeoise est largement caractérisée par son secret bancaire ; et de fait, les professionnels sont réticents à fournir des informations sur leur entreprise. Généralement, les enquêtés ont dû recourir à un accord préalable de leur responsable hiérarchique.

Marsat et Tadjeddine dans leur analyse du mimétisme dans l'industrie de la gestion d'actifs, [MARS08], ont menés une enquête auprès de 24 gérants de fonds. Si à la demande des enquêtés, nous tenons à garder leur anonymat, il convient de souligner que nous avons interrogé des directeurs de société, des gérants de fonds, des analystes de marchés, des commerciaux, des auditeurs internes, des responsables de rétrocessions et des responsables marketing. Dans le cas où plusieurs, personnes d'une même société devrait répondre au questionnaire, nous veillons à ce qu'elles ne soient pas dans le même département ou qu'elles ne soient pas des commerciaux exerçant sur le

---

<sup>30</sup> Notre questionnaire a été transmis à 69 sociétés de gestion et le taux de participation est de 72% (confère liste ci-après).

<sup>31</sup> Selon les statistiques de la CSSF.

<sup>32</sup> Selon les statistiques de Lipper FMI et de l'EFAMA (confère tableau ci-dessous).

même marché.

La suite de notre étude s'est fait en deux étapes. Le questionnaire était généralement envoyé par courrier électronique et par la suite nous faisons une rencontre en directe. Cette seconde étape nous a permis d'éviter les éventuels problèmes de compréhension de questions. Bien entendu, certaines personnes ont complètement remplis le questionnaire et nous l'ont retransmis par courrier électronique. Dans ce cas, nous les avons recontacté au téléphone pour en discuter plus amplement.

Les professionnels n'ayant pas tous une connaissance totale de tous les thèmes abordés dans l'enquête (ou simplement, ne désiraient pas y répondre pour des raisons de secret professionnel), nous leurs avons laissé le choix de sélectionner eux-mêmes les questions pour lesquelles ils pouvaient répondre sans embûches. C'est ce qui explique la différence de participants à chacune des questions.

Ce choix est malheureusement source de biais étant donné qu'une réponse manquante peut à la fois signifier que l'enquêté ne voulait pas répondre, ne pouvait pas répondre ou ne savait pas répondre. Cependant dans la phase de rencontre ou téléphonique, l'explication fondamentale pour les non-réponses était la volonté de ne pas divulguer des informations stratégiques. Généralement, les enquêtés ont demandé la protection de leur anonymat. Nous avons accepté cette condition vu qu'elle nous garantissait un moindre biais. Du fait de ce choix, l'analyse statistique se fait par questions individuelles.

Il est cependant possible de déterminer l'existence d'un biais étant donné que la population enquêtée est essentiellement composée d'entreprises de fonds. Toutefois, existe-t-il un agent économique qui ne soit pas primordiale pour son développement. Choi, Park et Tschoegl dans leur analyse des places bancaires ([CHOS02], [CHOR96], [CHOI84]) concluent en l'importance des banques comme acteurs primaires.

Cette partie aborde trois éléments fondamentaux de l'analyse de la compétitivité et de l'attractivité dans l'industrie des fonds. Dans un premier temps (chapitre 6) nous consacrons la définition de l'économie des fonds d'investissement à travers une analyse des récentes évolutions et des ambitions des firmes. Dans ce chapitre, sont repris les premiers résultats de notre enquête sur la compétitivité effectuée auprès des professionnels de fonds d'investissement au Luxembourg. Nous abordons aussi quelques implications économiques telles que les interactions avec certains professionnels (banques, assurances...) et des métiers connexes. L'intérêt de cette partie réside dans le fait qu'elle apporte une autre forme de réponse au facteur concourant à l'émergence d'une place financière de fonds.

Par la suite (chapitre 7), nous abordons la seconde partie des résultats de l'enquête auprès de professionnels de l'industrie des fonds d'investissement. Elle traite de la formation des centres financiers de fonds d'investissement. Ainsi, nous analysons le développement des places financières de fonds d'investissement. Grâce à une analyse des facteurs et acteurs de développement nous proposons des conclusions en conformité avec les attentes des professionnels.

Finalement, (chapitre 8), nous analysons la place luxembourgeoise des fonds par le biais des investissements directs étrangers. Nous y décrivons des spécificités de l'industrie des fonds.

**Tableau I.P.3.1: Echantillon de l'enquête (Septembre 2006)**

Nom du Groupe	Origine	Part d'actif en Europe (°/°°)	Part d'actif au Luxembourg (°/°°)	Nom du Groupe	Origine	Part d'actif en Europe (°/°°)	Part d'actif au Luxembourg (°/°°)
Aberdeen Asset Management	Royaume Uni	5,62	8,64	JP Morgan Asset Management	USA	24,05	73,25
ABN AMRO	Pays Bas	12,08	13,85	Julius Baer Group	Suisse	11,60	10,79
Allianz Group	Allemagne	22,15	18,19	Kaupthing Group	Islande	0,17	0,24
Banca Lombarda Group	Italie	2,06	0,27	KBC Bank	Belgique	14,44	13,75
Banca Sella Group	Italie	0,97	1,49	Le Foyer Group	Luxembourg	0,04	0,16
Banco Itaú	Brésil	0,01	0,03	Leleux Associated	Belgique	0,00	0,01
Bank Delen SA	Belgique	0,31	0,46	Lloyds Banking Group plc	Royaume Uni	10,27	1,50
Bank Sarasin & Cie	Suisse	1,31	2,24	Lombard Odier Darier Hentsch	Suisse	2,86	6,11
Bankhaus Sal Oppenheim	Allemagne	3,23	3,76	Merrill Lynch Group	USA	14,05	31,38
Banque Degroof Group	Belgique	1,86	4,24	Mizuho Financial Group	Japon	0,00	0,02
Barclays Group	Royaume Uni	17,71	0,46	Morgan Stanley	USA	4,77	8,95
BBVA Group	Espagne	8,96	0,26	Natixis Group	France	0,16	0,01
BCEE	Luxembourg	0,58	2,03	Nomura Holdings Inc	Japon	2,32	7,75
BlueBay Asset Management	Royaume Uni	0,31	1,10	Nordea AB	Suède	10,37	10,55
BNP Paribas	France	23,01	17,97	Petercam SA	Belgique	2,08	5,02
BP Edmond de Rothschild	France	4,01	4,96	Pictet & Cie	Suisse	6,50	15,86
CACEIS	France	0,13	0,46	Pioneer Investments	Luxembourg	0,15	0,55
Carmignac Gestion	France	1,50	0,48	Rabobank Group	Pays Bas	6,24	10,28
Citigroup	USA	0,07	0,08	Raiffeisen Bank	Suisse	0,79	2,78
Comgest SA	France	0,67	0,64	Sal Oppenheim	USA	0,22	0,79
Crédit Agricole Group	France	49,48	20,88	Santander Group	Espagne	15,64	0,34
Crédit Suisse Group	Suisse	16,68	25,81	Schroders	Royaume Uni	10,99	20,82
Deutsche Bank Group	Allemagne	30,33	45,73	SEB	Suède	7,48	5,48
Dexia Group	Belgique	10,93	18,88	Smart Asset Management	Luxembourg	0,01	0,05
Die Sparkassen Finanzgruppe	Allemagne	18,19	28,60	Société Générale	France	23,75	9,67
Ethias Group	Belgique	0,12	0,08	Sparinvest	Danemark	1,13	0,63
Eurizon Financial Group	Italie	20,99	41,40	State Street Corporation	USA	4,84	1,56
Fidelity International	Bermudes	22,01	41,92	Swisscanto	Suisse	7,87	11,51
Fortis Group	Belgique	16,71	35,04	UBS AG	Suisse	34,71	83,22
Franklin Templeton Group	USA	6,48	21,66	Unicredit Group	Italie	28,73	56,59
Generali Group	Italie	4,74	4,54	Union Bancaire Privée	Suisse	1,62	5,64
HSBC Group	Royaume Uni	14,79	13,57	Vontobel Group	Suisse	1,22	3,04
Ikano Group	Suède	0,38	1,29	WestLB Asset Management	Luxembourg	0,69	2,44
ING Group	Pays Bas	8,38	18,60				
Intesa Group	Italie	0,32	0,28				
Janus	USA	1,04	0,11				
				<b>Participants</b>	<b>50</b>	<b>49%</b>	<b>74%</b>
				<b>Echantillon Total</b>	<b>69</b>	<b>58%</b>	<b>80%</b>

Source: Lipper Feri (les données statistiques)

## Chapitre 6

# L'ÉCONOMIE DES FONDS D'INVESTISSEMENT

## Introduction

La force du Luxembourg réside dans sa facilité et dans sa rapidité d'adaptation aux directives européennes liées au secteur des fonds d'investissement. Les Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM)<sup>1</sup> luxembourgeois sont régis par la loi du 20 décembre 2002. Cette loi dite "*Loi 2002*" est plus connue sous la dénomination directive "UCITS III", en droit luxembourgeois. UCITS III introduit la notion de "passeport européen" pour les fonds. Ainsi, l'enregistrement à la distribution est suffisant pour distribuer dans un autre pays européen. Par la suite, avec la loi du 13 février 2007, le Luxembourg a fixé le cadre légal pour une structure de fonds d'investissement répondant principalement aux besoins des investisseurs institutionnels et avertis.

Dans ce chapitre nous analysons les résultats de sept questions telles qu'indiquées dans le tableau suivant :

Q3. Quels services sous-traitez vous ?

Q4. Quelles sont vos ambitions d'expansion pour les prochaines années ?

Q5. De ce que vous savez de l'industrie des fonds d'investissement, quels sont les principaux acteurs à prendre en compte dans le cadre d'une étude sur le développe-

---

<sup>1</sup> *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) en Anglais*

ment des places financières ?

Q7. Classez les principaux acteurs en matière de distribution.

Q10. Quels sont les 6 principaux pays de distribution de fonds d'investissement ?

Q11. Quels sont les 6 principaux pays de localisation des gérants de fonds ?

Q12. Quels sont les 6 principales places européennes de domiciliation des fonds d'investissement ?

<b>Questions</b>	4	5	7	3	10	11	12
<b>Nombre d'enquêtés</b>	87	77	84	20	83	79	111
<b>Section d'analyse</b>	6.2	6.3	7.4.1	7.4.2	6.5.3	6.5.1	6.5.2

Dans le cadre de ce chapitre, **nous présentons les premiers résultats de l'enquête**. La première section de ce chapitre est une analyse théorique de la structuration d'un fonds. Elle présente les principaux acteurs réglementaires de l'industrie. La section suivante analyse les ambitions à court et moyen terme des firmes de fonds d'investissement.

Dans une troisième section, les professionnels luxembourgeois critiquent les acteurs institutionnels et privés impliqués dans le développement de l'industrie des fonds. Par la suite, nous analysons les acteurs de la distribution et les externalités économiques de développement. Finalement, une dernière section analyse les trois grandes activités de l'industrie des fonds du point de vue des professionnels luxembourgeois.

## 6.1 Structuration d'un fonds au Luxembourg

Aujourd'hui, la place financière offre un large éventail de solution dans l'industrie des fonds d'investissement. Comme résumé dans le tableau ci-dessous, la typologie de cette industrie est faite de :

- trois régimes principaux : Loi 2002 Partie I, Loi 2002 Partie II et Loi de 2007 sur les Fonds d'Investissement Spécialisés(FIS),
- plusieurs structurations : Société d'investissement à capital variable (SICAV), Société d'investissement à capital Fixe (SICAF), Fonds Commun de Placement (FCP).

**Tableau 6.1.0.1:** Récapitulatif des lois régissant l'industrie luxembourgeoise des OPC

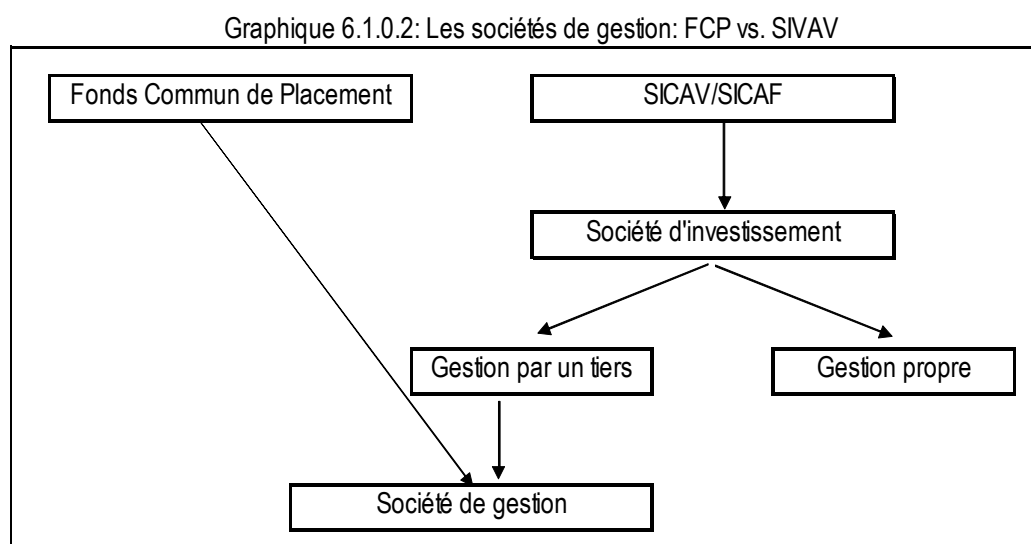
Loi	Loi de 2002 Partie I	Loi de 2002 Partie II	Loi de 2007 FIS
<b>Distribution</b>	Passeport Européen (avec un minimum de formalités)	Pas de Passeport Européen (sous réserve d'autorisation des autorités locales)	Pas de Passeport Européen (sous réserve d'autorisation des autorités locales)
<b>Produits</b>	Essentiellement fonds traditionnels	Hedge funds; Private Equity, Immobilier (Real Estate), produits dérivés	Tous types de produits
<b>Réglementation</b>	Très forte par la CSSF	Très forte par la CSSF	Assez faible par la CSSF
<b>Investisseurs</b>	Institutionnels + Privé	Institutionnels + Privé	Investisseurs avertis
<b>Minimum d'investissement</b>	Pas de minimum (fonction du promoteur)	Pas de minimum (fonction du promoteur)	125 000 EUR
<b>Valorisation</b>	Au moins 2 fois par mois	Au moins 1 fois par mois	Au moins 1 fois par an
<b>Structuration</b>	SICAV, FCP, Autres	SICAV, FCP, Autres	SICAV, FCP, Autres
<b>Fournisseurs de services réglementaires</b>	Dépositaire Administration Centrale Agent de Transfert Auditeur Société de Gestion Gérant	Dépositaire Administration Centrale Agent de Transfert Auditeur Société de Gestion Gérant	Dépositaire Administration Centrale  Auditeur Société de Gestion



Les FCP et les SICAV/SICAF diffèrent par leur nature juridique. Dans le cas d'une SICAV, l'investisseur devient actionnaire ou créancier et peut s'exprimer sur la gestion de la société au sein des assemblées générales. L'investisseur en FCP devient membre d'une copropriété de valeurs mobilières mais ne dispose d'aucun des droits liés à la qualité d'actionnaire.

La loi de 2002 impose que la SICAV/SICAF soit une société anonyme ou société européenne; une SICAV/SICAF Partie I peut déléguer sa gestion à une tierce personne ou s'autogérer. Dans le cas d'une gestion par un tiers, la gestion de la société est déléguée à une société de gestion. Sous la loi de 2007, elle peut aussi être une société à responsabilité limitée ou une société en commandite par actions.

Un FCP, n'ayant pas de personnalité juridique, doit être géré par une société de gestion qui satisfait aux exigences de la loi de 2002. L'administration centrale et le siège statutaire de la société de gestion doivent être situés au Luxembourg. La différence entre FCP et Sicav peut se résumer comme suit dans l'illustration 6.1.0.2.

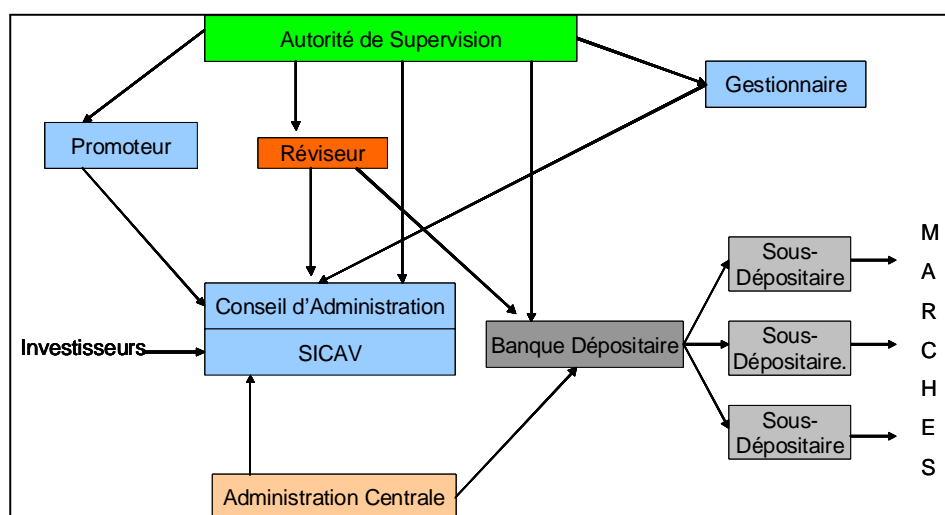


Le chapitre 13 de la loi de 2002 sur les organismes de placement collectifs définit les activités dévolues aux sociétés de gestion. Son annexe II énumère les fonctions

suivantes : gestion de portefeuille, administration et commercialisation. Les prestations administratives comprennent (a) les services juridiques et de gestion comptable du fonds, (b) les demandes de renseignement des clients, (c) l'évaluation du portefeuille et la détermination de la valeur des parts (y compris les aspects fiscaux), (d) le contrôle du respect des dispositions réglementaires, (e) la tenue du registre des porteurs de parts, (f) la répartition des revenus, (g) l'émission et le rachat de parts, (h) le dénouement des contrats (y compris l'envoi des certificats) et (i) l'enregistrement et la conservation des opérations<sup>2</sup> .

La mise en place d'un fonds d'investissement fait appel à plusieurs acteurs tels que schématisé ci-dessous.

**Graphique 6.1.0.3** : Les acteurs de l'industrie des OPC



### 6.1.1 L'autorité de contrôle

En plus de son mandat de supervision publique de l'activité d'audit et de révision d'entreprise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) est l'au-

<sup>2</sup>loi de 2002

torité de contrôle luxembourgeoise dédiée à la surveillance prudentielle du secteur financier. Par secteur financier, il faut entendre tous "*les établissements de crédit, les organismes de placement collectif, fonds de pension, les sociétés d'investissement à capital risque, les organismes de titrisation émettant en continu des valeurs mobilières à destination du public, les bourses, les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, les opérateurs de systèmes de paiement ou de systèmes de règlement opérations sur titres et les autres professionnels du secteur financier*"<sup>3</sup>. A ce titre, tous les fonds d'investissement luxembourgeois et sociétés de gestion sont soumis à l'agrément préalable et à la surveillance de la CSSF.

### **6.1.2 Les sociétés de gestion et promoteurs**

Le promoteur est celui qui initie la création d'un fonds d'investissement. Il détermine l'orientation de son activité et donc bénéficie de sa réalisation. Dans certains pays (Exemple de la France), il peut être rapproché du concept de "*commercialisateur*".

Pour la CSSF, le rôle du promoteur consiste, notamment, à couvrir tous dommages causés par les manquements, irrégularités ou insuffisances dans la gestion et l'administration du fonds d'investissement. Le régulateur exige que le promoteur d'un fonds d'investissement ait des capitaux propres considérables ; Cette garantie est nécessaire dans la mesure où la promoteur est censé indemniser les investisseurs dans le cas d'erreurs dans la gestion ou dans l'administration du fonds.

La société de gestion est chargée de la gestion des portefeuilles. Elle est domiciliée au Luxembourg. A signaler que les FCP et les SICAV gérées par des tiers sont obligatoirement représentés par une société de gestion.

---

<sup>3</sup> Site de la CSSF ([www.cssf.lu](http://www.cssf.lu))

### 6.1.3 L'administrateur central

L'administrateur central travaille pour l'OPC en vertu d'un contrat de services. Sa responsabilité à l'égard de l'OPC dépend du contenu de ces conventions, ainsi que des principes généraux de la responsabilité contractuelle.

La loi de 2002 régissant l'activité des fonds d'investissement au Luxembourg requiert que l'administration centrale soit située au Luxembourg. Cependant, dans le cas des OPCVM luxembourgeois gérés par une société de gestion étrangère, celle-ci aura le choix, soit d'effectuer l'administration elle-même (*in-house*), soit de confier cette tâche à une société (*third party*) qui pourra le cas échéant être en dehors du Grand-Duché.

### 6.1.4 La banque dépositaire

Le dépositaire<sup>4</sup> s'occupe de la garde des actifs d'organismes de placement collectif. Dans le cas des OPC luxembourgeois, il s'agit d'un établissement de crédit assurant la garde et la conservation des actifs qui lui sont confiés. Celui-ci doit, soit avoir son siège statutaire au Luxembourg, soit y être établi, s'il a son siège statutaire dans un autre état membre de l'Union Européenne.

Le dépositaire accomplit toutes les tâches concernant l'administration courante des actifs du fonds commun de placement. Il s'assure que la vente, l'émission, le rachat et l'annulation des parts effectués pour le compte du fonds ou par la société de gestion ont lieu conformément à la loi ou au règlement de gestion. Par ailleurs, il veille à ce que le calcul de la valeur liquidative des parts soit effectué conformément à la loi ou prospectus du fonds.

---

<sup>4</sup> *Custodian bank*

Selon le droit luxembourgeois, le dépositaire "est responsable, à l'égard de la société de gestion et des participants, de tout préjudice subi résultant de l'inexécution ou de la mauvaise exécution de ses obligations". A l'égard des participants, la responsabilité est mise en cause par l'intermédiaire de la société de gestion. Cependant, ladite responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers (sous dépositaire) tout ou partie des actifs dont il a la garde.

Le porteur de parts peut mettre en cause directement la responsabilité du dépositaire si malgré sa sommation écrite, la société de gestion n'agit pas dans les trois mois.

#### **6.1.5 Les auditeurs - réviseurs**

Le réviseur d'entreprises doit être agréé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier pour s'occuper des fonds d'investissement. Dans le cas des OPC, sa mission comprend trois grands volets :

- La révision des comptes annuels débouchant sur la rédaction du rapport sur les comptes annuels.
- Le contrôle des opérations de l'OPC ainsi que de l'organisation et des procédures s'appliquant à l'OPC ; cette fonction comprend l'analyse du fonctionnement de l'OPC.
- L'obligation de signaler rapidement à la CSSF tous faits ou toutes décisions dont il a eu connaissance dans l'exercice de ses fonctions de nature à constituer une violation grave de la loi concernant les organismes de placement collectif ou des règlements pris pour son exécution.

L'action en responsabilité à l'encontre des réviseurs se prescrit par cinq ans à compter de la date du rapport de révision. S'il a la possibilité de limiter contractuel-

lement sa responsabilité civile, il ne lui est pas possible de limiter sa responsabilité délictuelle.

L'activité des fonds peut aussi avoir recours à d'autres acteurs tels que les cabinets d'avocats et des professionnels d'autres secteurs.

## 6.2 Les ambitions des firmes luxembourgeoises de fonds.

Afin de cerner les ambitions futures des firmes de fonds d'investissement, nous avons entrepris une analyse selon trois types de comportements sur trois périodes (un an, trois ans et cinq ans) :

- La consolidation des positions,
- L'entrée sur de nouveaux marchés et
- Devenir leader du marché.

Cette approche est le fait de la question 4 qui a réuni la participation de quarante-sept professionnels.

### Question 4

*Pour chacune des trois ambitions d'expansion suivantes (consolider les positions, pénétrer un nouveau marché, et devenir leader du marché) dites celle que vous prévoyez pour chacune des trois périodes suivantes (1 ans, 3 ans et 5 ans)*

La tendance générale est à la consolidation des positions sur chacun des trois thèmes d'analyse. En effet, à chaque période, plus de 50% des entreprises ambitionnent de consolider leurs positions.

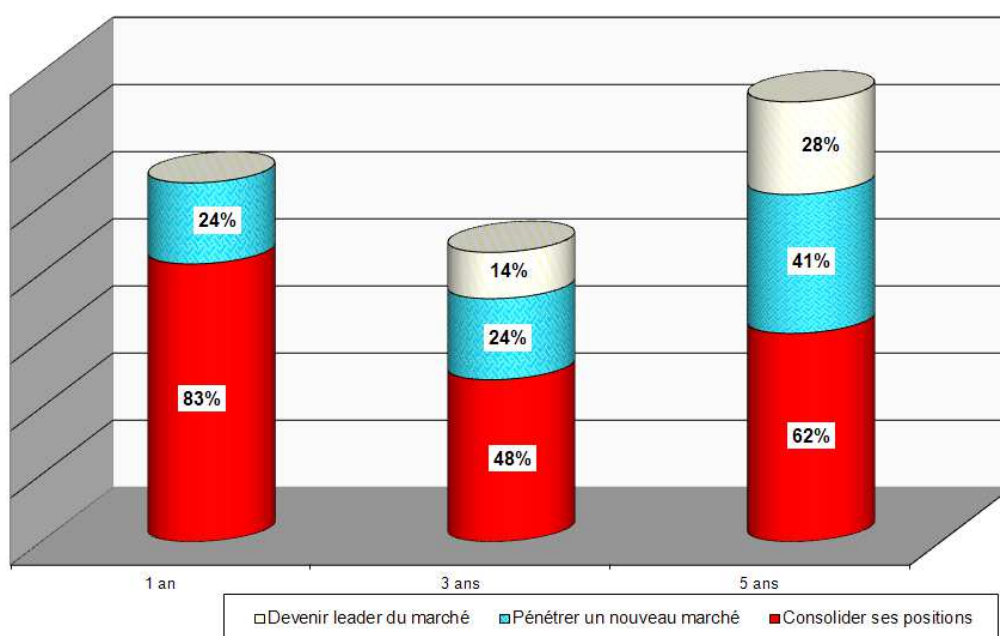
A court terme, 24% des entreprises souhaiteraient pénétrer de nouveaux marchés de fonds d'investissement. Cependant, la grande majorité ambitionne de consolider leur position.

L'analyse à moyen terme donne lieu à de nouveaux comportements. Une proportion de 14% des entreprises espère devenir leader du marché luxembourgeois. Celles-ci représentent toutes des entreprises qui consolidaient leurs positions à court terme.

Même si les proportions des firmes souhaitant pénétrer d'autres marchés sont équivalentes, seulement 10% des firmes ont choisi de pénétrer de nouveaux marchés à la fois à court et moyen terme.

Finalement, l'analyse à long terme, montre un accroissement des réponses pour la tendance à devenir leader du marché. En effet 28% des entreprises nourrissent cette ambition. La proportion des firmes souhaitant pénétrer de nouveaux marchés a quasiment doublé au fil des années.

Graphique 6.2.0.1: Répartition des firmes selon les ambitions





### 6.3 Les acteurs du développement

Pour l'analyse des acteurs principaux du développement d'une place financière de fonds d'investissement, nous avons demandé aux professionnels d'attribuer des scores d'importance à treize acteurs pré-listés selon les recommandations de notre enquête préliminaire. Soixante-dix-neuf professionnels ont participé à la question 5 de notre étude.

#### Question 5 :

*De ce que vous savez de l'industrie des fonds d'investissements quels sont les principaux acteurs à prendre en compte dans le cadre d'une étude sur le développement des places financières de fonds d'investissement ? Pour chacun des acteurs attribuez une note de 1 (= pas si important) à 5 (très important).*

Les résultats à cette question sont consignés dans le tableau suivant. Attribuant un coefficient à chacun des niveaux d'importance ("pas important"= 1 ; "plutôt important"=2 ; "moyen"=3 ; "plutôt important"=4 et "important"=5) nous définissons un score absolu qui correspond à la moyenne des scores individuels (avec le coefficient attribué). Le score relatif est le ratio du score absolu et du total des scores absolus. Le maximum de score absolu est 5 et le minimum est 1.

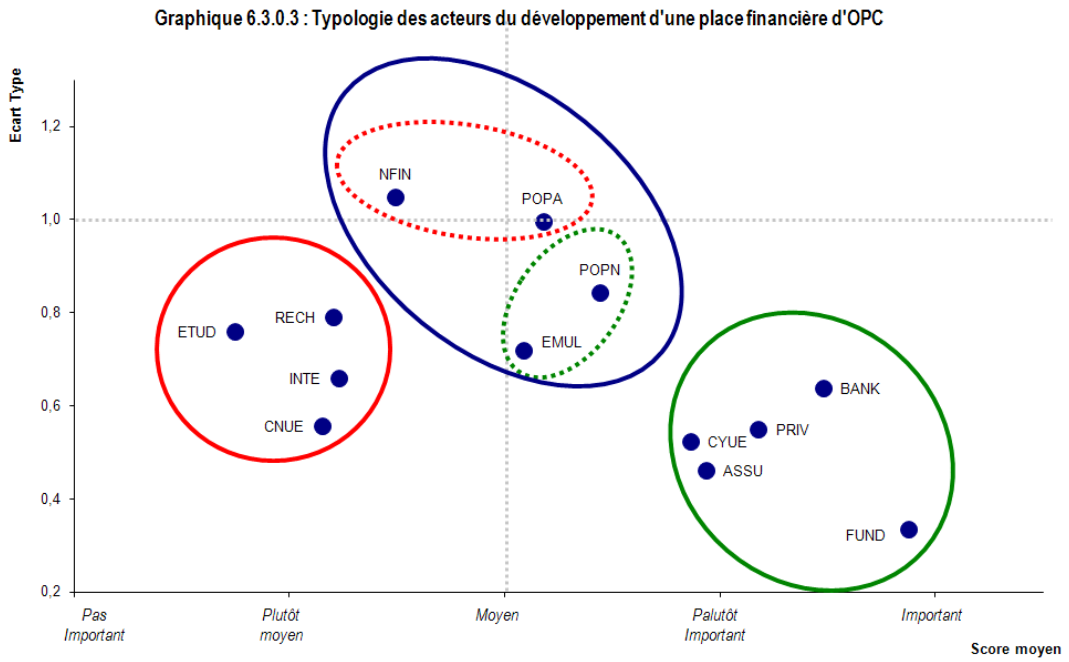
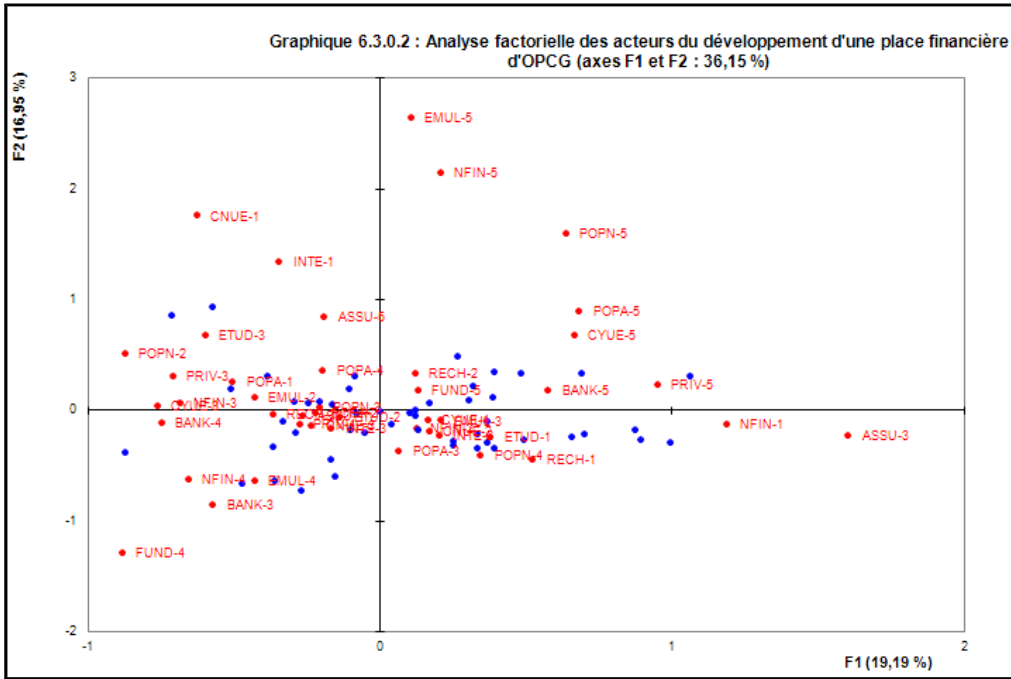
Tableau 6.3.0.1: Les acteurs prioritaires pour le développement d'une place financière de fonds d'investissement

Acteurs	Code	Pas important	Plutôt moyen	Moyen	Plutôt important	Important	Score Moyen	Ecart Type
Fonds d'investissements et assimilés	FUND				12,7%	87,3%	4,87	0,33
Institutions bancaires	BANK			7,6%	36,7%	55,7%	4,48	0,64
Investisseurs privés	PRIV			7,6%	67,1%	25,3%	4,18	0,55
Assurances (compagnies, courtiers..)	ASSU			13,9%	78,5%	7,6%	3,94	0,46
Ressortissants de l'Union Européennes	CYUE			21,5%	70,9%	7,6%	3,86	0,52
Population nationale non active	POPn		16,5%	29,1%	48,1%	6,3%	3,44	0,84
Population nationale active	POPa	7,6%	8,9%	51,9%	21,5%	10,1%	3,18	1,00
Entreprises multinationales	EMUL		16,5%	63,3%	15,2%	5,1%	3,09	0,72
Entreprises non financières	NFIN	12,7%	48,1%	22,8%	10,1%	6,3%	2,49	1,05
Intellectuels	INTE	12,7%	51,9%	35,4%			2,23	0,66
Recherches-Chercheurs	RECH	22,8%	34,2%	43,0%			2,20	0,79
Ressortissants non-Européens	CNUE	8,9%	67,1%	24,1%			2,15	0,56
Formations et étudiants	ETUD	44,3%	36,7%	19,0%			1,75	0,76

Il apparaît que les premiers acteurs du développement d'une place financière de fonds d'investissement sont les entreprises de fonds (score de 4,87), les institutions bancaires (score de 4,48), les investisseurs privés (score de 4,18), les assurances (score de 3,94) et les ressortissants de l'Union Européens (score de 3,86). Les acteurs qui semblent peu déterminants pour l'émergence d'une place sont les étudiants et le système éducatif (score de 1,75), les ressortissants de pays hors Union Européenne (score de 2,15), les chercheurs et la recherche (score de 2,20) et les intellectuels (score de 2,23). Par ailleurs, la population nationale, qu'elle soit active ou non, les entreprises multinationales ou non financières, semblent jouer un rôle intermédiaire dans le développement d'une place financière de fonds.

Les premiers résultats de l'analyse factorielle en composantes principales nous permettent de spécifier que le premier axe est largement porté par les investisseurs privés, les compagnies d'assurance et la recherche. Cependant, les sociétés de gestion, la population nationale active, les entreprises multinationales, la formation & les étudiants, les ressortissants de l'Union Européennes et les non-européens semblent n'avoir que peu d'effet sur cet axe.

Pour ce qui est du second axe, les porteurs sont les sociétés de gestion, les banques, la population active et les intellectuels. Les facteurs peu influents sont les entreprises multinationales, les ressortissants européens & non européens, la recherche, les investisseurs privés et les assurances et les études.



De notre analyse, quatre facteurs restent peu influents (les ressortissants de l'UE & non-UE, les études et les entreprises multinationales). Deux acteurs restent absents de l'analyse (les entreprises non financières et la population nationale non active).

Par ailleurs, nous avons décelé plusieurs relations importantes. Ainsi, les sociétés de gestion et les banques apparaissent largement corrélées. Les assurances sont positivement corrélées avec les entreprises non financières, mais leur rôle est négativement influencé par celui de la population non active et les investisseurs privés. Ces deux derniers restent positivement corrélés entre eux. Les étudiants et la formation sont négativement corrélés avec la population non active, mais leur rôle évolue dans le même sens que celui des entreprises non financières et des entreprises multinationales.

Les multinationales sont quant à elles positivement corrélés avec les ressortissants de l'Union Européenne qui eux sont positivement liés aux populations non active, mais négativement corrélés avec les non-Européens. . Finalement, le rôle de la population active est négativement influencé par celui des intellectuels. Nous n'avons trouvé aucun impact significatif de la recherche sur le rôle des autres acteurs.

Si ces acteurs peuvent être différenciés entre institutionnels et privés, grâce à une classification hiérarchique nous avons analysé les similarités entre ces acteurs. Cela nous permet entre autre de construire une typographie en 3 classes :

### **Classe 1 : Les "acteurs primaires"**

- Fonds d'investissements et assimilés
- Institutions bancaires
- Investisseurs privés
- Assurances (compagnies, courtiers..)
- Ressortissants de l'Union Européennes

### **Classe 2 : Les "acteurs potentiels"**

- Population nationale non active
- Population nationale active
- Entreprises multinationales
- Entreprises non financières

### **Classe 3 : Les "acteurs secondaires"**

- Intellectuels
- Recherches-Chercheurs
- Ressortissants non-Européens
- Formations et étudiants

#### **6.3.1 Les acteurs institutionnels**

Nous ne sommes pas surpris du fait que les entreprises de fonds d'investissements (classe 1) soient les premiers acteurs du développement d'une place financière. Les professionnels semblent n'avoir aucun doute sur son importance ; une proportion significative des professionnels lui voue une importance capitale. Les seules personnes qui lui attribuent la seconde meilleure note (plutôt important) ont globalement donné cette note comme plus forte pour tous les acteurs. Un corollaire de ce résultat est que, généralement, les entreprises de fonds d'investissement sont enclines à l'agglomération. La présence sur un même territoire de plusieurs entreprises de fonds est gage de qualité et d'attractivité.

Globalement, les enquêtés estimant que les sociétés de gestion sont primordiales pour le développement d'une place de fonds, jugent aussi les banques dans ce sens. L'analyse en composante principale démontre que les sociétés de gestion ont une

corrélation significative avec les banques exclusivement.

Incontestablement donc, les banques (classe 1) sont classées second acteur de l'émergence d'une place financière de fonds avec un score absolu de 4,48. Ainsi, la puissance de l'industrie bancaire joue-t-elle un rôle capital dans le domaine des fonds ? Historiquement, les fonds d'investissement étant des départements de grandes banques, le développement de ces deux acteurs a longtemps été lié. Aujourd'hui, les plus grandes places financières bancaires sont des places de gestion de fonds d'investissement. Les gérants de fonds sont globalement localisés dans les centres bancaires. La moitié des sondés n'a aucun doute quant à l'implication des banques dans le développement de l'industrie des fonds. Cependant, une proportion faible des professionnels luxembourgeois lui attribue une importance moyenne.

A l'instar de l'industrie bancaire, les assurances (classe 1) semblent avoir une place de choix dans l'industrie des fonds d'investissement. Cependant, contrairement aux banques qui cumulent la majorité des réponses en "important", pour les assurances, l'importance semble faiblir. En effet, les trois quarts des sondés pensent que les assurances sont d'une importance mesurée dans l'activité des fonds. La tendance est à l'affaiblissement du rôle des assurances dans le développement des fonds d'investissement.

Par ailleurs, les personnes trouvant les assurances comme acteur principal jugent aussi que les entreprises non financières sont aussi importantes. Toutes fois, elles estiment que la population nationale non active et les investisseurs privés sont secondaires. Il est possibles que ce soit des professionnels aux OPC essentiellement dédiés aux institutionnels.

Nous avons aussi essayé de cerner le rôle d'autres acteurs institutionnels dans l'es-  
sor d'une place de fonds. Il apparaît que les firmes multinationales (classe 2) n'ont

qu'une importance moyenne (avec un score de 3,09) quoique légèrement tournée vers un accroissement prévisible. Généralement, les professionnels sélectionnant ces firmes comme importantes trouvent aussi les ressortissants de l'Union Européenne importants, mais pensent que les ressortissants non-Européens sont secondaires dans l'émergence de la place financière.

Par ailleurs, les autres entreprises non-financières (classe 2) semblent n'intervenir que très peu dans l'industrie des fonds. Avec un score de 2,49, leur importance devrait s'amenuiser dans le temps. Globalement, avec les assurances, les défenseurs de cet acteur trouvent aussi les étudiants et la formation comme facteur important.

A signaler que, pour ces deux types d'agent (firmes multinationales et entreprises non-financières), certains professionnels, même s'ils sont en minorité, leur accordent une importance majeure (respectivement 5,1% et 6,3%).

### **6.3.2 Les acteurs privés**

Dans notre étude, le troisième acteur du développement de l'industrie des fonds d'investissement reste l'ensemble des investisseurs privés (classe 1). A juste titre, 67,1% des sondés lui attribuent un rôle d'importance mesurée. Les plus sceptiques (7,6%) ne lui ont accordé qu'une importance moyenne. Seul le quart des sondés les gratifie d'une importance capitale. Notre analyse lui attribuant un score absolu de 4,18.

Nous pouvons conclure que les investisseurs privés sont des acteurs incontournables de l'émergence d'une place financière. De ce fait, le niveau économique d'un territoire est important pour prétendre à un développement de son industrie des fonds. D'un point de vue statistique, les professionnels jugeant de façon positive les investisseurs privés en font de même pour la population nationale non active.

Pour mieux appréhender le rôle des investisseurs privés, nous avons établi deux classifications : l'une fondée sur la nationalité et l'autre sur la situation dans l'emploi. L'analyse de la nationalité montre que les ressortissants de l'Union Européenne (classe 1) jouent un rôle pour le moins important dans l'industrie. Ils cumulent un score absolu de 3,86 avec un maximum de 70,9% des professionnels qui la jugent suffisamment importante. Les défenseurs des investisseurs privés, le sont aussi pour les entreprises multinationales et les la population nationale non active. Cependant, ils sont moins optimistes pour la formation et les étudiants.

A contrario, les ressortissants hors Union Européenne (classe 3) sont considérés comme pas importants dans l'activité de fonds. Ce résultat est le reflet d'une analyse que font les entreprises de fonds dans leur activité. Notre étude étant largement concentrée sur l'Europe et singulièrement sur les professionnels luxembourgeois, il va de soi que ceux-ci ne soient ordinairement en contact qu'avec des citoyens européens. Par ailleurs, avec les citoyens européens qu'ils trouvent peu importants, les soutiens de cet acteur pensent aussi que les entreprises multinationales sont aussi secondaires.

De la seconde typologie liée à la situation dans l'emploi, qu'il s'agisse aussi bien des actifs que des non-actifs nationaux, les professionnels ne semblent pas leur vouer une importance incontestable dans l'essor d'une place financière de fonds d'investissement. Cependant, avec un score de 3,44, les non actifs semblent suffisamment importants. Cette préférence est due au fait que, généralement, les plus gros investisseurs privés sont des retraités.

Une analyse similaire pourrait être faite pour les actifs, cependant les professionnels ne s'accordent pas vraiment sur leur importance. En effet, la moitié des sondés lui accordent volontiers une importance moyenne ce qui lui donne un score absolu de 3,18, juste derrière les non actifs. Les supporteurs des actifs trouvent les intellectuels peu importants, alors que ce sont les étudiants et le système éducatifs qui sont trouvés



secondaires par les non actifs.

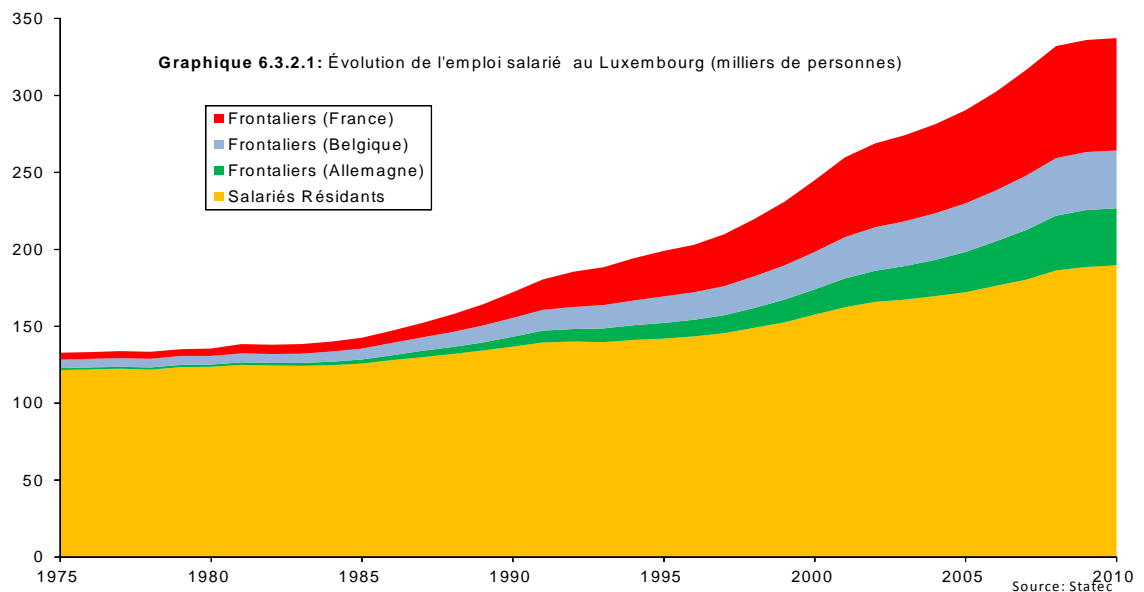
Finalement, notre étude s'est penchée sur le niveau d'éducation. Les professionnels avaient à juger le rôle des intellectuels (classe 3), des chercheurs (classe 3) et des étudiants (classe 3). Ces trois éléments apparaissent au bas de l'échelle d'évaluation. Avec un score de 2,23, l'importance des intellectuels est certainement faible. Même si 35% leur attribuent sa plus forte appréciation qui est moyenne, il ne faut pas oublier que la tendance est à la minimisation de son importance. Ce résultat nous semble problématique ; les entreprises de fonds fuiraient-elles les investisseurs privés "avertis" ?

Principalement, ceux qui soutiennent les intellectuels comme acteurs principaux de développement sont moins explicites pour la population active et assez paradoxalement aussi pour la recherche et les chercheurs. Les rares défenseurs de la recherche, trouvent que les banques et les investisseurs privés ne sont pas importants. De plus, ces défenseurs de la recherche ne sont pas très convaincus du rôle des citoyens européens, mais le sont pour les entreprises multinationales et les entreprises non financière.

Contrairement à une idée bien connue, les professionnels luxembourgeois semblent n'accorder aucune importance à la formation et à la recherche. Si nous partons du postulat que la formation est un facteur de développement des compétences pour les générations qui seront soit les travailleurs qualifiés ou les investisseurs avertis futurs, ce résultat est décevant. Plus de 44% des professionnels pensent que la formation n'a aucun rôle dans le développement d'une place financière de fonds. La meilleure appréciation vient de 19% des professionnels qui trouvent qu'elle jouerait un rôle moyen.

Comment expliquer la forte demande de main-d'œuvre qui ne peut être couverte que par les frontaliers, ou des travailleurs venus d'autres pays ? Au Luxembourg, la

main-d'œuvre non résidente représente près de la moitié des travailleurs. Par ailleurs, assez paradoxalement, les autorités luxembourgeoises ont entrepris une forte campagne pour améliorer le système éducatif notamment dans l'enseignement supérieur. La seule Université du pays à vocation à s'ouvrir aux étudiants étrangers et à proposer des formations beaucoup plus adaptées aux besoins financiers.



De façon analogue, si la recherche est l'accumulation de savoirs pour favoriser le développement à long terme, elle semble peu importante. Cependant, elle paraît légèrement moins appréciée. Il est fort probable que l'industrie commence à s'y intéresser. En effet, 22,8% des sondés la trouve inappropriée, tandis que 43% pensent qu'elle joue un rôle moyen dans le développement de l'industrie. Comment expliquer cette mauvaise appréciation de la formation et de la recherche ? Au Luxembourg, la quasi-totalité des employés hautement qualifiés a effectué ses études à l'étranger. Ces jugements seraient-ils une mauvaise interprétation de la question ou un mécontentement notoire vis-à-vis d'un système éducatif mal entretenu ?

Pour expliquer ces résultats deux éléments pourraient être avancés.

- L'absence de tradition académique à la date de l'enquête a certainement guidée la réponse des professionnels. Dans une période d'université naissante, les professionnels n'avaient pas l'habitude de côtoyer des chercheurs et autres étudiants. Considérant que le marché de l'emploi est largement pourvu par des personnes ayant fait leur études hors du Luxembourg, il n'y avait certainement pas d'intérêt à chercher des intellectuels formés sur la place.
- Plusieurs structures privées ou para étatiques ont initiées des formations dites "totalement professionnelles" dédiées aux salariés de la place (PricewaterhouseCoopers Academy, Chambre des Employés privés. . .). Au-delà donc du lobbying certain de la part de ces entités, les professionnels les ont souvent utilisés au détriment de l'université.
- Par ailleurs, il y aurait un véritable malentendu quant au rôle de la recherche dans le secteur financier.

Malgré cette mauvaise aura vouée à la formation et à la recherche, nous pensons qu'une place qui veut se développer a tout intérêt à améliorer son système éducatif et la recherche. Il est important de vulgariser l'enseignement supérieur tout en gardant des formations d'élite. De ce fait, il convient de combiner une formation supérieure bidimensionnelle. En d'autres termes, un niveau accessible au plus grand nombre de personnes en vue de définir un niveau de qualification suffisamment élevé, et un niveau "d'élite" qui pourrait être soit financé par les individus eux-mêmes soit par les entreprises.

Il conviendrait aussi de développer des programmes d'échanges interuniversitaires et d'améliorer les conditions d'études des étudiants étrangers par des mesures telles que la non-restriction à l'accès au stage. En effet, dans certains pays, les étudiants étrangers sont soumis aux formalités d'autorisation de travail qui se soldent le plus souvent soit par des refus soit par le fait que les entreprises ne soient pas toujours

disposées à s'impliquer dans des démarches trop longues. Au niveau de la recherche, il est important de favoriser les recherches s'appuyant sur des compétences reconnues tout en offrant des perspectives aux personnes s'y engageant.

Cette analyse nous a permis de montrer les principaux acteurs à prendre en compte dans des stratégies de développement d'une place financière de fonds d'investissement. Ce développement influence-t-il d'autres secteurs ?

## 6.4 Les implications économiques

### 6.4.1 Les acteurs de la collecte de fonds

Dans l'industrie des fonds d'investissement, il est important d'analyser les principaux acteurs intervenants dans la distribution. Les professionnels devraient classer des acteurs et donner une analyse de l'évolution de leur rôle.

#### Question 7

Pour les principaux acteurs suivants (*gérants, assurances, banques et investisseurs privés*) établissez un classement en matière de distribution de fonds. Que pensez-vous de leur évolution (*Croissance, stagnation, décroissance*) avant et 5 ans après l'enquête.

Les catégories de professionnels proposés sont :

- La catégorie "Gérants de fonds" résume des professionnels tels que les gérants de fonds de fonds et les conseillers financiers communément appelés "Independent Financial Advisers" (IFA), les analystes et assimilés ;
- La catégorie "Assurances", résume tous les professionnels d'assurance (compagnies, courtiers..);
- La catégorie "Banques" résume l'ensemble des distributeurs du monde bancaire ;
- La catégorie "Investisseurs privés" est celle relative aux investisseurs privés directs.

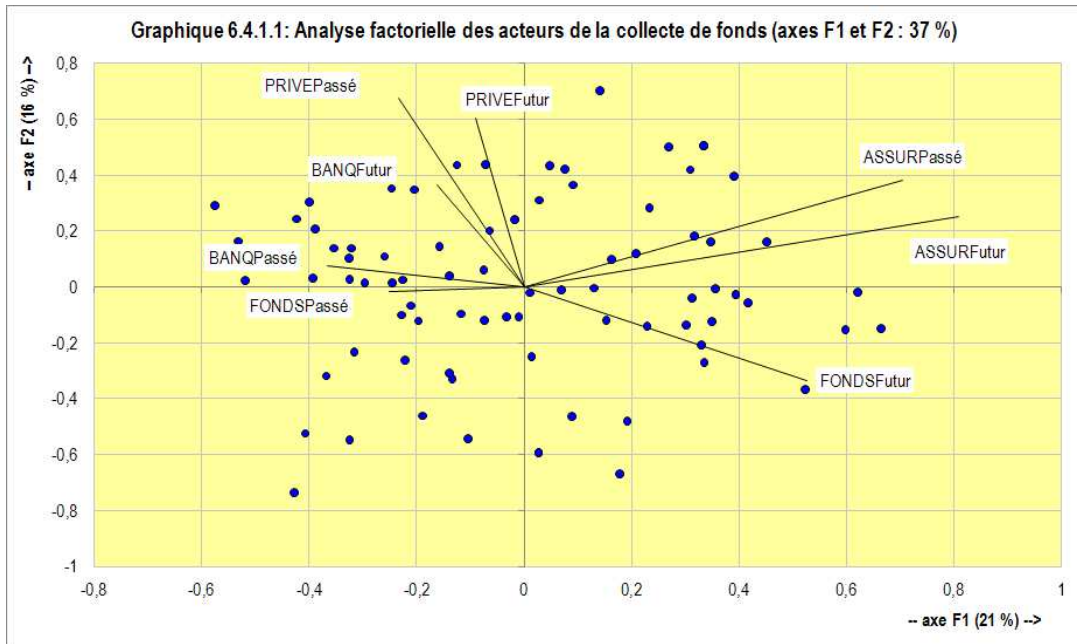
Pour cette question quatre-vingt-quatre professionnels luxembourgeois ont contribué à l'exercice. Dans l'analyse factorielle, les plus fortes composante sont les assurances et les sociétés de gestion, tant au niveau de leur comportement passé que des prévisions de leur rôle futur. Cette analyse nous montre que le rang des banques est

largement influencé par le comportement passé des sociétés de gestion dans la collecte de fonds. Cependant, les professionnels ont dans l'ensemble qualifié ce facteur aux travers de leurs prévisions pour le rôle des banques. La place des gérants de fonds a été guidée par leur comportement passé.

Une proportion significative (48,8%) des sondés soulignent la prédominance de l'industrie bancaire dans la commercialisation des fonds d'investissement. La robustesse de cette interprétation tient du fait que seulement 10,7% des professionnels placent cet acteur au quatrième rang. Cette place de choix devrait encore s'améliorer. En effet<sup>5</sup>, alors que seulement 52,4% des professionnels soulignaient que le rôle des banquiers avait connu une croissance dans le passé, ils seront encore plus de 66% à soutenir que ce rôle devrait connaître une ascension dans les cinq prochaines années. Par ailleurs, 11,9% des personnes qui plaçaient cet acteur au second rang pensent aussi que son rôle devrait croître.

---

<sup>5</sup> *Confère tableau récapitulatif suivant (Perspectives futures et évolutions passées du rôle des principaux acteurs de la collecte de fonds).*



**Graphique 6.4.1.2: Classement des principaux acteurs dans la collecte de fonds**

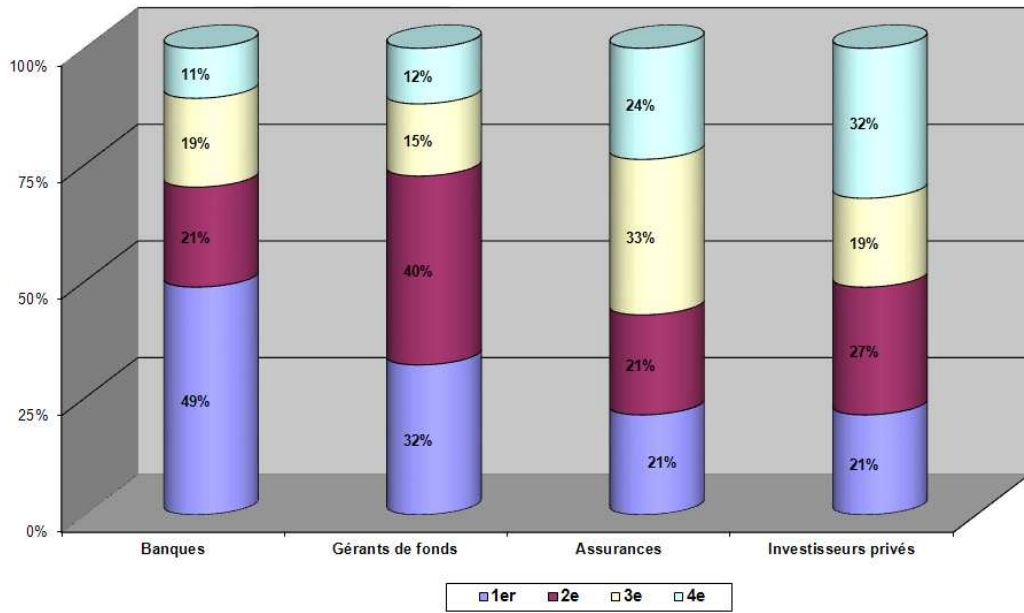


Tableau 6.4.1.3: Perspectives futures et évolutions passées du rôle des principaux acteurs de la collecte.

Banques						
		Perspectives futures				
	Evolution passée	Croissance	Stagnation	Décroissance	Total	
Rang	1er	Croissance	27,4%	3,6%		31,0%
		Stagnation	11,9%			11,9%
		Décroissance	3,6%	1,2%	1,2%	6,0%
			<b>42,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>48,8%</b>
	2e	Croissance	6,0%	2,4%	1,2%	9,5%
		Stagnation	1,2%		2,4%	3,6%
		Décroissance	4,8%	2,4%	1,2%	8,3%
			<b>11,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>21,4%</b>
	3e	Croissance		4,8%		4,8%
		Stagnation	6,0%		1,2%	7,1%
		Décroissance	2,4%	3,6%	1,2%	7,1%
			<b>8,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>2,4%</b>	<b>19,0%</b>
4e	Croissance		4,8%	2,4%	7,1%	
	Stagnation	3,6%			3,6%	
	Décroissance					
		<b>3,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>10,7%</b>	
<b>Total</b>		66,7%	22,6%	10,7%	100,0%	

Perspectives futures					
Evolution passée		Croissance	Stagnation	Décroissance	Total
	<b>Croissance</b>	33,3%	15,5%	3,6%	52,4%
	<b>Stagnation</b>	22,6%		3,6%	26,2%
	<b>Décroissance</b>	10,7%	7,1%	3,6%	21,4%
	<b>Total</b>	66,7%	22,6%	10,7%	100,0%

Assurances						
		Perspectives futures				
	Evolution passée	Croissance	Stagnation	Décroissance	Total	
Rang	1er	Croissance	6,0%	11,9%		17,9%
		Stagnation		1,2%		1,2%
		Décroissance			2,4%	2,4%
			<b>6,0%</b>	<b>13,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>21,4%</b>
	2e	Croissance	3,6%	3,6%		7,1%
		Stagnation	3,6%	1,2%	6,0%	10,7%
		Décroissance		2,4%	1,2%	3,6%
			<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>21,4%</b>
	3e	Croissance	3,6%	3,6%		7,1%
		Stagnation		3,6%	7,1%	10,7%
		Décroissance	1,2%	3,6%	10,7%	15,5%
			<b>4,8%</b>	<b>10,7%</b>	<b>17,9%</b>	<b>33,3%</b>
4e	Croissance	2,4%	2,4%	1,2%	6,0%	
	Stagnation	3,6%	7,1%	1,2%	11,9%	
	Décroissance		1,2%	4,8%	6,0%	
		<b>6,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>7,1%</b>	<b>23,8%</b>	
<b>Total</b>		23,8%	41,7%	34,5%	100,0%	

Perspectives futures					
Evolution passée		Croissance	Stagnation	Décroissance	Total
	<b>Croissance</b>	15,5%	21,4%	1,2%	38,1%
	<b>Stagnation</b>	7,1%	13,1%	14,3%	34,5%
	<b>Décroissance</b>	1,2%	7,1%	19,0%	27,4%
	<b>Total</b>	23,8%	41,7%	34,5%	100,0%

Tableau 6.4.1.3: Perspectives futures et évolutions passées du rôle des principaux acteurs de la collecte.

Gérants de fonds						
		Perspectives futures				
	Evolution passée	Croissance	Stagnation	Décroissance	Total	
Rang	1er	Croissance	7,1%			7,1%
		Stagnation	9,5%	7,1%		16,7%
		Décroissance	7,1%		1,2%	8,3%
			<b>23,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>1,2%</b>	<b>32,1%</b>
	2e	Croissance	2,4%	8,3%	1,2%	11,9%
		Stagnation	11,9%	7,1%	6,0%	25,0%
		Décroissance	2,4%	1,2%		3,6%
			<b>16,7%</b>	<b>16,7%</b>	<b>7,1%</b>	<b>40,5%</b>
	3e	Croissance			4,8%	4,8%
		Stagnation		3,6%	3,6%	7,1%
		Décroissance		2,4%	1,2%	3,6%
			<b>0,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>15,5%</b>
4e	Croissance			2,4%	2,4%	
	Stagnation		3,6%		3,6%	
	Décroissance	3,6%	1,2%	1,2%	6,0%	
		<b>3,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>11,9%</b>	
<b>Total</b>		44,0%	34,5%	21,4%	100,0%	

Perspectives futures					
Evolution passée		Croissance	Stagnation	Décroissance	Total
	<b>Croissance</b>	9,5%	8,3%	8,3%	26,2%
	<b>Stagnation</b>	21,4%	21,4%	9,5%	52,4%
	<b>Décroissance</b>	13,1%	4,8%	3,6%	21,4%
	<b>Total</b>	44,0%	34,5%	21,4%	100,0%

Investisseurs Privés						
		Perspectives futures				
	Evolution passée	Croissance	Stagnation	Décroissance	Total	
Rang	1er	Croissance	1,2%	3,6%	1,2%	6,0%
		Stagnation	2,4%	4,8%		7,1%
		Décroissance	1,2%	3,6%	3,6%	8,3%
			<b>4,8%</b>	<b>11,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>21,4%</b>
	2e	Croissance		2,4%	3,6%	6,0%
		Stagnation	2,4%	3,6%	6,0%	11,9%
		Décroissance	2,4%	2,4%	4,8%	9,5%
			<b>4,8%</b>	<b>8,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>27,4%</b>
	3e	Croissance		1,2%		1,2%
		Stagnation	2,4%	4,8%	2,4%	9,5%
		Décroissance		3,6%	4,8%	8,3%
			<b>2,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>19,0%</b>
4e	Croissance			7,1%	7,1%	
	Stagnation		3,6%	6,0%	13,1%	
	Décroissance			15,5%	15,5%	
		<b>0,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>21,4%</b>	<b>32,1%</b>	
<b>Total</b>		11,9%	40,5%	47,6%	100,0%	

Perspectives futures					
Evolution passée		Croissance	Stagnation	Décroissance	Total
	<b>Croissance</b>	1,2%	7,1%	4,8%	13,1%
	<b>Stagnation</b>	7,1%	20,2%	14,3%	41,7%
	<b>Décroissance</b>	3,6%	13,1%	28,6%	45,2%
	<b>Total</b>	11,9%	40,5%	47,6%	100,0%



Nous soutenons cette prévision de l'importance du monde bancaire parce que la proportion des personnes qui soulignaient la stagnation ou la décroissance (respectivement, 26,2% et 21,4%) des banques dans la distribution s'est largement amenuisée dans les prévisions (respectivement 22,6% et 10,7%). De plus, 33,3% des personnes qui soutenaient l'ascension du rôle des banquiers confirment cette ascension à plus ou moins long terme. Seulement 3,6% de personnes soulignent que le rôle des banquiers a certes été prédominant dans le passé, mais qu'il devrait connaître une décadence dans les cinq années à venir. Par ailleurs, alors qu'ils trouvaient que l'implication des banquiers avait stagné ces dernières années, 22,6% des professionnels soutiennent que ces acteurs devraient connaître une implication plus large dans le futur. Finalement, seulement 3,6% des sondés pensent que la participation des banquiers a connu une décroissance qui devrait se confirmer dans le futur.

Les gérants de fonds semblent disputer la première place avec les banques dans l'activité de distribution des fonds. En effet, il est vrai que notre étude met ces nouveaux acteurs à la seconde place avec 40,5% des réponses; cependant, la proportion des personnes la plaçant à la première place demande une analyse plus approfondie. Il faut souligner le dilemme des professionnels à décrire l'évolution de cet agent économique. Alors qu'ils étaient 52,4% à penser que le rôle de cet acteur avait stagné dans le passé, les professionnels luxembourgeois n'arrivent pas à se départager quant aux perspectives d'évolution futures. Ainsi, 44% des enquêtés pensent que les gérants devraient connaître une croissance tandis que 34,5% prévoient une stagnation. Par ailleurs, alors que seulement 9,5% des personnes pensent que cet acteur confirmera la croissance de son rôle dans le futur, 21,4% des personnes penchent plutôt pour une confirmation de la stagnation.

Dans des proportions similaires (16,7%), les personnes ayant placé cette catégorie d'acteurs à la seconde place, prédisent soit une croissance soit une stagnation. Le fait

que 23,8% des personnes qui plaçaient cet acteur à la première place lui vouent une belle confiance en prévoyant une croissance, nous réconforte dans notre analyse qui veut que les gérants de fonds soient les challengers des banquiers. Ce rôle devrait certainement connaître une ascension si nous analysons les prévisions à la hausse des personnes qui classaient cet agent à la quatrième place. Cependant, nous ne saurons être assez prudents pour dire que les personnes qui le classent à la troisième place restent très sceptiques quant à son évolution future. En conclusion, cet acteur semble amorcer une croissance de son rôle dans l'activité de distribution des fonds.

De façon analogue, l'analyse du rôle des assurances semble mitigée. Avec une évolution contrastée, les professionnels n'arrivent pas à s'accorder sur l'importance du rôle des assurances par rapport aux banques et aux gestionnaires de fonds. En effet, seulement le tiers des enquêtés classe cet acteur au troisième rang. Le reste des professionnels la range quasi-équitablement entre les première, seconde et troisième places. Une analyse globale des évolutions montre qu'en ce qui concerne le passé, l'unanimité ne peut être décrite. Quant aux perspectives d'avenir, les professionnels semblent beaucoup plus pencher pour une stagnation du rôle des assurances.

De façon plus détaillée, les personnes ayant estimé que cet acteur connaissait une croissance, semblent confirmer cela. En effet, 15,5% des enquêtés pensant que les assurances ont connu une croissance, prédisent cette tendance pour le futur. Par ailleurs, plus de 21 % de cette même catégorie penchent pour une stagnation du rôle. Cependant, force est de constater que, du côté des pessimistes, la tendance semble se confirmer. Il faut souligner que ceux qui ont sélectionné la troisième place pour cet acteur, prédisent globalement une tendance à la décroissance. Finalement, nous pensons que cette difficulté à classer les assurances vient du fait qu'elles ne jouent pas le même rôle sur différents marchés. En effet, alors que les courtiers d'assurances sont des acteurs incontournables en Belgique et surtout aux Pays-Bas (avec les fonds de

pension), ils sont largement oubliés sur des marchés comme l'Allemagne. En outre, il faut craindre une baisse tendancielle du rôle des assurances dans l'industrie globale des fonds d'investissement.

Si les professionnels de l'industrie s'accordent sur la perte de vitesse du rôle des investisseurs privés dans la distribution des fonds, ils ne s'accordent cependant pas sur leur rang. Assez paradoxalement, 32,1% des professionnels les classent au dernier rang, une proportion non négligeable les voit parmi les premiers acteurs. En effet, soulignant dans un premier temps la stagnation du rôle de cet acteur, 21,4% des professionnels la classent à la première place ; dans un second temps, admettant plutôt une tendance à la décroissance 27,4% des sondés penchent pour la seconde place. Finalement, seulement 19% des personnes le mettent à la troisième place tout en soulignant une tendance continue à la décadence. L'élément qui pourrait confirmer le rang accordé à cette catégorie reste le fait que parmi les personnes qui lui allouaient la dernière place aucune n'a mentionné une quelconque croissance ni dans le passé ni dans le futur. Faut-il par conséquent conclure à la disparition des investisseurs privés comme acteurs directs dans la collecte des fonds d'investissement ?

Cette analyse des acteurs de la collecte montre la montée en puissance des investisseurs institutionnels au détriment des investisseurs privés. Il reste évident que les investisseurs individuels sont des consommateurs finaux primordiaux de l'industrie des fonds d'investissement ; cependant, de plus en plus, les sociétés de gestion préfèrent qu'ils passent par un intermédiaire financier s'ils veulent investir dans un fonds. Par ailleurs, il est utile de souligner le fait que ces institutions qui offraient déjà d'autres produits financiers, peuvent inclure dans leurs offres des parts de fonds d'investissement. De plus, la proximité historique des banques et assurances vis-à-vis des investisseurs privés simplifie la distribution des fonds.

### 6.4.2 Les externalités économiques

Le développement d'une industrie induit souvent celui d'autres industries. Dans ce cas notre étude entreprend d'aborder les comportements des firmes de fonds en termes d'outsourcing. Confier certaines tâches à des prestataires de services peut avoir plusieurs causes. Dans un premier temps, l'entreprise peut ne pas disposer de suffisamment de tâches pour créer un poste permanent. La seconde cause est l'existence d'un budget adapté. Par ailleurs, il se peut que l'entreprise ne dispose pas de personnes adéquates pour coacher un responsable du service à sous-traiter.

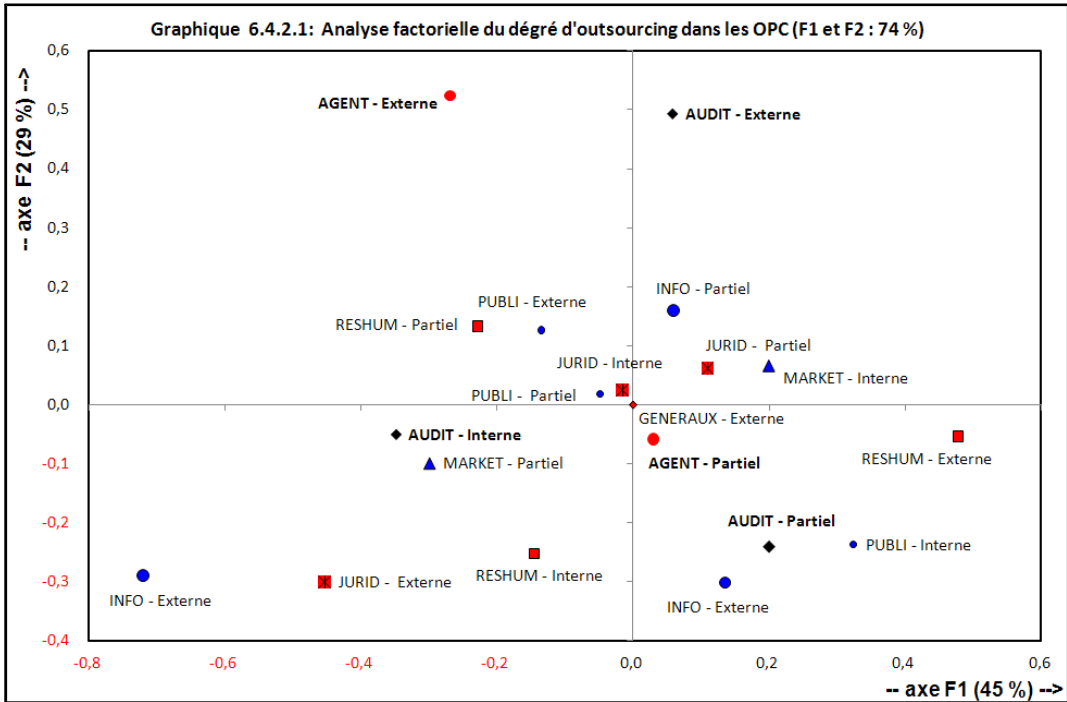
L'outsourcing offre beaucoup de flexibilité aux entreprises dans le sens où celles-ci peuvent mettre fin au contrat du prestataire plus facilement qu'à celui d'un collaborateur engagé à durée déterminée ou indéterminée. Finalement, certaines entreprises ont recours à l'assistance d'un prestataire avant de créer un département en interne.

#### Question 3 :

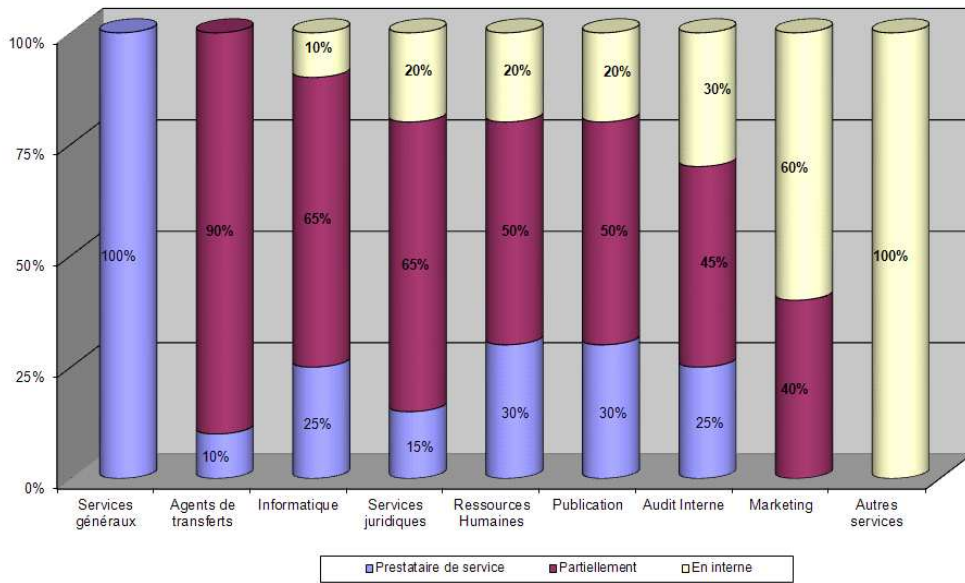
*Pour chacun des 9 services suivants dites si vous le sous-traitez "entièrement", "en partie" si vous la faites-vous même.*

- |  |                                     |
|--|-------------------------------------|
| 1. Le marketing,                           | 6. L'audit interne,                 |
| 2. Les services informatiques,             | 7. Les services généraux,           |
| 3. Les services juridiques,                | 8. L'activité d'agent de transfert, |
| 4. Les ressources humaines,                | 9. Les autres services non cités.   |
| 5. L'activité de publication documentaire, |                                     |

A cette question, nous avons recueilli les réponses de vingt professionnels. L'analyse factorielle préliminaire au seuil de 5% montre une indépendance complète entre les services analysés.



**Graphique 6.4.2.2: Le degré d'outsourcing dans l'industrie des fonds d'investissement**



L'activité d'agent de transfert et celle de marketing ont des comportements quasi symétriques. Le premier est majoritairement traité en partenariat avec des prestataires de services. Seules 10% des entreprises affirment le faire d'elles-mêmes. Ce résultat est confirmé par l'accroissement des activités des entreprises qui s'y sont spécialisées pour le compte des maisons de gestion. De l'autre côté, le marketing est exécuté à 60% en interne. Le reste du temps l'entreprise fait appel à un prestataire de services. Il faut signaler que dans la majeure partie de ces cas, il s'agit de missions ponctuelles même si elles pourraient être régulières.

Du côté des services informatiques, seules 10% des entreprises gèrent en interne leur propre service. Le quart des entreprises a tendance à entièrement confier son système à un prestataire. Généralement, cela se fait en partenariat. Le fait est que la grande majorité des entreprises au Luxembourg sont des filiales. Le service informatique est généralement géré depuis la maison mère. La filiale ne se contente que d'un consultant - prestataire de services qui intervient souvent quelques jours par semaines.

Même si 20% de la gestion de "services juridiques", des "ressources humaines" et des "publications" s'effectue en interne, il est important de l'accroissement de la part de l'outsourcing. Il ressort cependant de notre étude que moins de 30% des entreprises confieraient l'entièreté de ces services juridiques à un prestataire. Par ailleurs, l'audit interne semble se développer au sein de l'entreprise. Il faut ici souligner les résultats de ce service est à interpréter en prenant en compte le fait que pour les enquêtés l'auditeur interne venant de la maison-mère est considéré comme un sous-traitant.

Finalement, et à juste titre, les entreprises luxembourgeoises de fonds semblent confier l'entièreté de leurs services généraux tels que le nettoyage et la sécurité à des prestataires externes. De l'autre côté, tous les autres services sont gérés en interne. Cette analyse de l'outsourcing nous a permis de déterminer les autres secteurs d'ac-

tivité qui pourraient se développer parallèlement à l'essor d'une place financière de fonds.

## 6.5 La fragmentation vue par les professionnels

Notre étude sur la compétitivité dans l'industrie des fonds a consacré une section à la classification des pays selon les trois grandes activités de l'industrie des fonds d'investissement :

1. le management-gestion,
2. la domiciliation.
3. la distribution,

### 6.5.1 La localisation des gérants de fonds d'investissement

La première grande activité que nous étudions est la localisation des gérants. Ils initient la mise en place de leurs fonds. Cependant, il n'existe pas de statistiques officielles sur la localisation des gérants. Soixante-dix-neuf professionnels luxembourgeois participent à cette question.

#### Question 11

*Selon vous, quels sont les six premiers centres de localisation des gérants de fonds en Europe ?*

Cette analyse nous permet de classer les centres financiers de gestion des fonds d'investissement. Dans leur tentative de listing des six plus grands centres de gestion, les professionnels luxembourgeois ont mentionné un inventaire quasi-unanime de pays (confère Figure 6.5.1.1). Nous récapitulons ici les dix premiers centres financiers les plus cités (soit par plus de 15% des sondés ; les autres centres financiers non mentionnés dans cette analyse ne recueillent que moins de 4% des réponses.

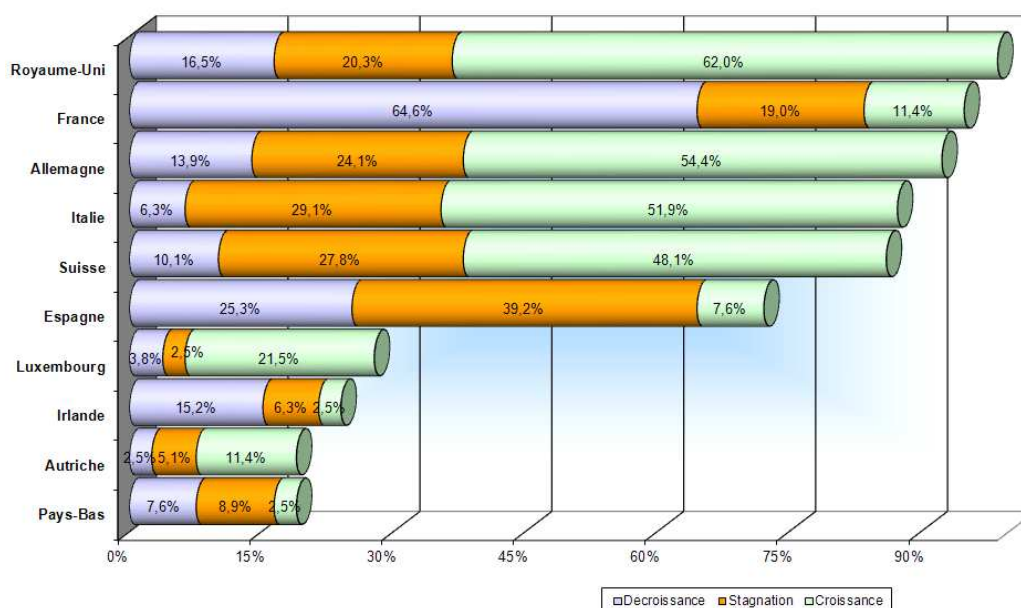


En termes de gestion, le Royaume-Uni apparaît, à plus de 98%, comme le plus important centre en Europe. Ce résultat n'est pas étonnant quand nous savons la place importante qu'occupe Londres dans la finance générale sur le continent, née de son rôle dans l'assurance maritime internationale et dont le développement s'est ultérieurement effectué autour du *London Stock Exchange*. La grande satisfaction vient du fait que plus de 62% des professionnels la classant à ce rang sont très optimistes quant à une croissance de ce rôle dans les années à venir. Cette perspective semble robuste si nous considérons les 16,5% de professionnels prédisant la décadence.

La seconde place financière de gestion est incontestablement la France avec son centre parisien qui, depuis des décennies, joue un rôle de première importance dans la finance internationale. Si dans une précédente section, nous avons montré que la France a mis en œuvre diverses stratégies soit d'attractivité soit pour accroître sa compétitivité, il faut croire que ces efforts n'ont pas vraiment convaincu. En effet selon 64,6% des professionnels luxembourgeois, cette place financière devrait voir son rôle s'amenuiser dans l'avenir. Ce scepticisme est confirmé par le fait que seuls 11,4% de ces professionnels prédisent une augmentation de son rôle dans la gestion des fonds d'investissement.

L'Allemagne, qui a longtemps concentré d'importantes villes financières est classée troisième (à 92,41%) par les professionnels luxembourgeois. Si ces derniers dans une relative majorité expriment leur optimisme quant à l'accroissement futur de son rôle de site de localisation de gestion, il est aussi important de souligner qu'ils sont 24,1% à prédire une stagnation à court terme. Par ailleurs, il serait préjudiciable de négliger les 13,9% de professionnels sceptiques parmi ceux qui l'ont listée comme place financière de gestion. L'Allemagne, avec le Royaume-Uni et la France, constituent incontestablement les grands centres de gestion de fonds.

Graphique 6.5.1.1: Les principaux pays de localisation des gérants en Europe



Dans un autre niveau d'importance, l'on classe l'Italie, la Suisse et l'Espagne. Ainsi, l'Italie est certainement une place financière qui a du mal à montrer son importance dans la gestion collective. A 87,34% les professionnels des fonds pensent qu'il s'agit d'une place d'avenir. Cependant la construction italienne semble quelque peu difficile. En effet, 29,11% des professionnels luxembourgeois croient que le rôle de ce marché devrait stagner à moyen terme. Les plus pessimistes représentent 6,33% de la population totale d'étude. Il est toutefois intéressant de souligner les 59,42% de personnes qui la citent (soit 51,9% de la population d'étude) lui prédisent une croissance future.

Le marché suisse longtemps caractérisé par son "secret bancaire" semble décrire un comportement similaire à l'Italie. Ainsi, dans des proportions similaires, les professionnels la qualifient de cinquième place financière de gestion. Cependant à la différence de l'Italie, la proportion des sceptiques quant à l'évolution de son rôle est plus grande. Dans cette seconde catégorie de places financières, l'Espagne est certainement celle pour laquelle les professionnels luxembourgeois ont réellement exprimé

leur scepticisme.

Finalement à un degré moindre, notre étude liste quatre pays qui ne sont cités que par moins de 30% des professionnels. Ainsi les Pays-Bas et l'Autriche ne sont classés qu'au neuvième et dixième rang des centres financiers de gestion. Si les professionnels luxembourgeois prédisent un avenir certain à la place autrichienne, ils restent cependant beaucoup plus sceptiques quant à celui des Pays-Bas.

Cette analyse de la localisation nous a permis de classer les centres financiers selon l'activité de gestion des fonds d'investissement. Cependant, dans l'industrie des fonds d'investissement, il a beaucoup été question du Luxembourg et de l'Irlande comme place de choix ; qu'est-ce qui explique donc le mauvais score obtenu par ces deux pays ? La section suivante apporte une réponse significative.

### 6.5.2 La domiciliation de fonds

L'intérêt de notre analyse de la domiciliation des fonds est de cerner les prévisions d'évolution des pays européens. Cette analyse porte sur les réponses de cent onze personnes.

#### **Question 12 :**

*Selon vous, quels sont les six principaux sites de domiciliation de fonds en Europe ?*

Si le Luxembourg et l'Irlande ne sont pas d'excellents centres de gestion, ce sont en revanche des places de choix pour la domiciliation de fonds. En effet, avec la France, ce sont les pays qui ont fait l'unanimité des professionnels de fonds d'investissement. Aussi, cette analyse nous permet-elle de conclure que le Luxembourg est incontestablement l'une de plus grandes places financières européennes en termes de

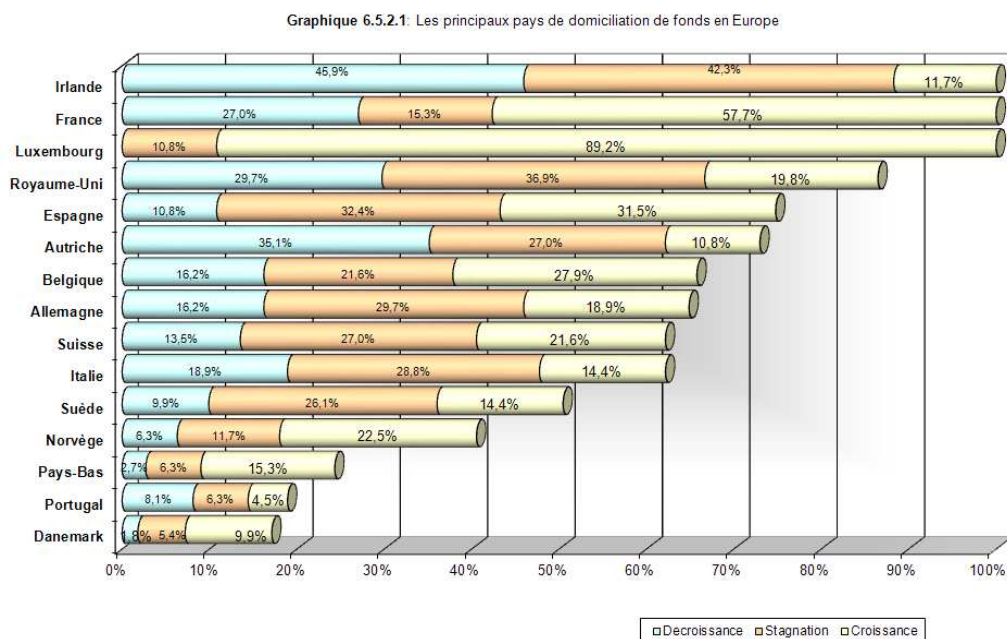
domiciliation de fonds. Ainsi les moins optimistes quant à son évolution future ne représentent que 10,8% de notre population et pensent qu'il n'y aura qu'une stagnation de son rôle (confère graphique 6.5.2.1).

De façon analogue, les professionnels ont aussi souligné le rôle de l'Irlande dans la domiciliation des fonds. Cependant cette place semble en perte de vitesse. En effet seulement 11,7% des professionnels lui prédisent une croissance de rôle dans le moyen terme. Le reste d'entre eux sont partagés entre décadence et décroissance. Paradoxalement, la France reçoit l'unanimité auprès des gérants. De plus, ils sont plus de la moitié à lui prédire une croissance future.

A ces trois pays, il est possible d'adjoindre le Royaume-Uni. Ainsi à 86,5%, les professionnels luxembourgeois classent ce pays comme le quatrième centre de domiciliation. Ce résultat tient du fait que Londres a été pendant longtemps un grand centre de gestion. Cependant, les spécialistes semblent lui prédire un avenir moins prometteur. En effet, même s'ils ne sont que 36,9% à lui présager une stagnation, près de 30% d'entre eux pensent que cette place devrait connaître une décadence en termes de domiciliation dans les années à venir.

Dans des proportions moindres, les professionnels luxembourgeois listent une série de places financières qui présentent la caractéristique quasi commune d'une stagnation future. L'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, l'Italie et la Suisse sont énumérés par plus de 50% des enquêtés.

Ainsi, l'Espagne semble amorcer une croissance de son rôle dans la domiciliation de fonds. Cependant, les professionnels ne semblent pas trop persuadés de son évolution future même si la tendance est à un accroissement de son rôle dans la domiciliation de fonds en Europe. L'Autriche bénéficie d'une aura similaire à l'Espagne. Néanmoins, l'activité de domiciliation de fonds semble perdre de la vitesse dans ce pays.



L'Allemagne et la Belgique obtiennent des résultats quasi similaires. Environ 65% des professionnels les citent comme place de domiciliation. Même s'ils partagent le même niveau de pessimisme pour le rôle des deux pays, les spécialistes semblent plus enclins à une croissance plus grande dudit rôle aussi bien en Belgique qu'en Allemagne. Ainsi 27,9% d'entre eux prédisent la croissance de l'importance de la Belgique, tandis que, seulement 18,9% la prédisent pour l'Allemagne.

A une moindre échelle le couple Suisse – Italie montre un comportement quelque peu discutable. Ainsi, plus de 62% des spécialistes de l'industrie des fonds listent ces pays comme sites de domiciliation, même s'ils semblent quelque peu septiques quant à la place que prendront ces centres financiers dans la domiciliation des fonds. La Suisse semble beaucoup plus prédisposée à une croissance de son rôle. La tendance est certainement contraire en Italie.

A côté de ces centres financiers dont le rôle semble bien accepté, les professionnels ont cité divers autres pays dont les principaux sont le Danemark, la Norvège, le Pays-

Bas, le Portugal et la Suède. Pour ces pays, la grande déception vient du Portugal pour lequel, il est prédit une décroissance de l'activité de domiciliation. Dans la même lignée, les professionnels conjecturent aussi une stagnation de l'activité en Suède. Par ailleurs, cette activité devrait connaître une certaine croissance au Danemark, en Norvège et aux Pays-Bas.

Pays	2006	2007	2008	2009	2T2010	Accroissement 2006-2009
<b>Europe</b>	<b>33.151</b>	<b>35.210</b>	<b>36.322</b>	<b>34.899</b>	<b>35.468</b>	<b>1.748</b>
Luxembourg	7.919	8.782	9.351	9.017	9.198	1.098
France	8.092	8.243	8.301	7.982	7.903	-110
Irlande	2.531	2.898	3.097	2.721	2.784	190
Espagne	3.235	2.940	2.944	2.588	2.439	-647
Royaume Uni	1.903	2.057	2.371	2.266	2.241	363
Allemagne	1.199	1.462	1.675	2.067	2.055	868
Belgique	1.549	1.655	1.828	1.845	1.750	296
Autriche	948	1.070	1.065	1.016	1.025	68
Italie	989	924	742	675	662	-314
Suisse	609	567	572	509	624	-100
Suède	474	477	508	506	510	32
Norvège	524	511	530	487	507	-37
Danemark	494	500	489	483	492	-11
Russie	358	533	528	480	461	122
Pays-Bas	473	450	450	450	458	-23
Finlande	376	379	389	377	404	1
Liechtenstein	233	391	335	348	396	115
Turquie	282	294	304	286	301	4
Hongrie	161	212	270	264	262	103
Grèce	247	230	239	210	211	-37
Pologne	157	188	210	208	207	51
Portugal	175	180	184	171	171	-4
Slovénie	96	106	125	125	126	29
République Tchèque	52	66	76	78	80	26
Slovaquie	43	54	56	54	56	11
Romanie	32	41	52	51	52	19
Bulgarie	81	84	86	91		10

Source: EFAMA

Fin 2006, selon les statistiques de l'association européenne de la gestion d'actifs<sup>6</sup>, les deux principaux pays de domiciliation de fonds en Europe étaient la France et le Luxembourg. Ces pays sont suivis par l'Espagne, l'Irlande, le Royaume Uni, la Belgique et l'Allemagne. Dans une certaine mesure, il est possible d'ajouter aussi l'Italie et l'Autriche.

L'analyse à fin 2009 montre que le Luxembourg se montre comme la place de choix en matière de domiciliation. Entre 2006 et 2009, sur les 1.748 nouveaux fonds,

<sup>6</sup> *European Fund and Asset Management Association (EFAMA), www.efama.org*

1.098 ont été domiciliés au Luxembourg. L'Allemagne et le Royaume Uni sont les autres places qui ont attiré de nouveaux fonds. A l'opposé, les places française, suisse, italienne et espagnole ont connu une baisse de leur attractivité.

Cette section a consacré la fragmentation de l'activité du point de vue des professionnels de fonds au Luxembourg. Ainsi, en termes de domiciliation, l'Irlande, la France et le Luxembourg constituent les trois principales plateformes. Le management de fonds se fait généralement au Royaume-Uni, en France et en Allemagne. Et, la distribution, est restée dans des économies telles que la France, le Luxembourg et le Royaume-Uni.

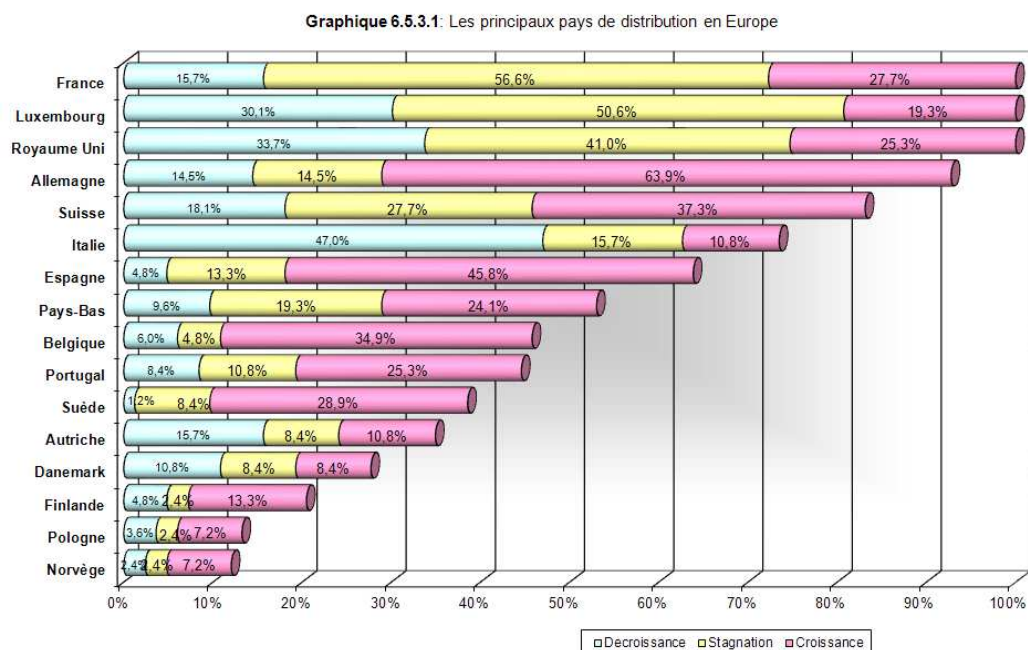
### 6.5.3 La distribution européenne de fonds

#### Question 10 :

*Selon vous, quels sont les principaux pays européens de distribution ?*

Pour cette question, nous analysons les réponses de quatre-vingt-trois professionnels. En termes de distribution, ces professionnels de fonds au Luxembourg ont listé un certain nombre de pays en décrivant les perspectives à moyen terme. Le graphique 6.5.3.1 montre les places financières ayant réuni plus de 15% des suffrages. Ainsi seize pays européens ont, à des degrés divers, été cités par les professionnels. Nous établissons donc une typologie des marchés de distribution :

- Les grands marchés : Allemagne, France, Italie, Luxembourg, Royaume-Uni et Suisse ;
- Les marchés secondaires : Belgique, Espagne, Pays-Bas et Portugal ;
- Les marchés du futur : Autriche, Danemark, Finlande, Norvège, Pologne et Suède.



Les grands marchés sont ceux ayant été cités par plus de 70% des sondés. La France, le Luxembourg et le Royaume-Uni sont les seuls pays unanimement reconnus comme place de distribution. Cependant, pour ces trois pays, la tendance semble à la stagnation. En effet, à plus de 40%, les professionnels pensent que ces pays connaîtront une stagnation de leurs marchés en termes de distribution dans les années à venir. Par ailleurs, les marchés luxembourgeois et anglais semblent largement tournés vers une décroissance de leur rôle dans la distribution des fonds.

L'Allemagne serait un des grands pays de distribution dans l'avenir. En effet, même si elle ne résume pas l'unanimité comme les trois premiers, les enquêtés ont largement exprimé leur optimisme quant à l'évolution dudit marché. Ainsi plus de 63% des sondés pensent qu'il devrait connaître une croissance à moyen terme. Une analyse similaire est applicable à la Suisse qui ne réussit cependant pas à décrire une position claire entre stagnation et croissance future. Par ailleurs, l'Italie semble souffrir d'un réel scepticisme des professionnels. En effet, même si plus de 73% des sondés la voit comme centre de distribution, plus de 47% de ceux-ci pense qu'elle



connaîtra une décroissance d'activité les prochaines années.

Les marchés secondaires sont les dauphins dans la distribution européenne des fonds. Ils totalisent entre 40% et 70% des suffrages. Ces quatre marchés (la Belgique, l'Espagne, les Pays-Bas, et le Portugal) semblent tournés vers la croissance. Près de trois quarts des personnes ayant cité l'Espagne comme place financière de distribution ont largement exprimé leur optimisme quant à son évolution future. Les plus sceptiques concernant ce marché ne sont que 4,8%. Le second marché de cette catégorie, les Pays-Bas, ne réunit que 53% des professionnels. Par ailleurs, l'optimisme de ces professionnels semble largement diminué pour ce qui est de ce marché.

Le marché belge peine à réunir l'assentiment de la moitié des professionnels. Seulement 45,78% le jugent importante dans la distribution des fonds. Cependant, dans cette étude, c'est le marché qui résume le maximum d'optimisme. En effet, 76,3% de ceux qui citent ce marché sont convaincus de sa croissance future. Pour ce qui est du Portugal, moins de la moitié des professionnels le voient comme place financière de distribution). Toutefois, seulement 25,3% de ceux-ci présument sa croissance future.

La troisième catégorie de pays est celle des marchés du futur. Hormis le Danemark, les professionnels semblent assez optimistes à l'évolution positive du rôle des pays scandinaves dans la distribution des fonds. Ainsi, plus de la moitié des personnes listant ces pays leur prédisent une croissance d'activité. Le cas du Danemark semble assez difficile à examiner. Les professionnels n'arrivent malheureusement pas à s'accorder sur son évolution future.

Dans cette même catégorie, l'Autriche semble en décadence. Près de la moitié des 34,94% de professionnels la citant restent pessimiste quant à l'évolution de son rôle. Toutefois, il ne faudrait pas oublier les 10,8% d'optimistes. Finalement, même si elle est peu citée, la Pologne semble être un important marché d'avenir quoique les

opinions ne soient pour le moment pas très claires.

Contrairement à certains marchés tels que les Etats-Unis, il est difficile de trouver des statistiques fiables sur la distribution des fonds en Europe. Plusieurs institutions publiques ou associatives (l'Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement et la Commission de Surveillance du Secteur Financier au Luxembourg, l'Autorité des Marchés financiers et l'Association Française de Gestion en France.). Afin de confronter nos résultats, nous initions une analyse descriptive de la notification à la distribution des fonds UCITS en Europe.

En matière de distribution, on distingue les fonds locaux et les fonds internationaux ou *cross-borders*. Les premiers sont des fonds domiciliés sur la place et essentiellement distribués sur la place même. Les seconds sont distribués sur au moins deux places financières à la fois.

Selon les statistiques de Morningstar, en 2006, sur le marché luxembourgeois, seul 6,4% étaient des fonds locaux. Dans le cas de la France cependant, on remarque qu'il s'agit d'un marché largement local. En effet, 78,9% du marché était couvert par des fonds français. En 2009, ces statistiques ont suffisamment évolué (respectivement 11,4% pour le Luxembourg et 81,9% pour la France).

L'attractivité du Luxembourg s'exprime par le fait que les fonds domiciliés sont distribués sur d'autres places. Ainsi certains fonds Luxembourgeois ne sont pas distribués au Luxembourg. En 2006, les fonds cross-borders européens étaient essentiellement des fonds luxembourgeois, ils représentaient plus de 57% du marché européens. Fin 2009, l'importance du Luxembourg s'est accrue, ils rassemblaient plus de 63% des fonds cross-borders européens. De l'autre côté, désormais seul 5,2% des fonds cross-borders européens sont domiciliés en France (contre 6,4% en 2006).

Tableau 6.5.3.2: Fonds UCITS domestiques et internationaux (2006)

	Fonds domestiques sur le marché		Fonds domestiques en Europe		Fonds internationaux	
	%	Rang	%	Rang	%	Rang
<b>Autriche</b>	41,7%	21	2,7%	7	5,5%	5
<b>Belgique</b>	38,5%	22	0,9%	12	2,2%	7
<b>Bulgarie</b>	100,0%	1	0,1%	17		
<b>Danemark</b>	85,1%	11	3,3%	6	0,9%	11
<b>Estonie</b>	42,9%	20	0,1%	21	0,1%	14
<b>Finlande</b>	55,2%	19	1,6%	10	1,9%	9
<b>France</b>	<b>78,9%</b>	<b>13</b>	<b>16,2%</b>	<b>2</b>	<b>6,4%</b>	<b>3</b>
<b>Allemagne</b>	60,7%	18	4,2%	5	4,0%	6
<b>Grèce</b>	69,6%	16	0,3%	15	0,2%	12
<b>Hongrie</b>	100,0%	1	0,0%	24		
<b>Islande</b>	100,0%	1	0,1%	18		
<b>Irlande</b>	10,1%	23	<b>0,9%</b>	<b>13</b>	<b>11,5%</b>	<b>2</b>
<b>Italie</b>	100,0%	1	4,5%	4		
<b>Liechtenstein</b>	10,0%	24	0,1%	20	1,2%	10
<b>Lituanie</b>	83,3%	12	0,1%	22	0,0%	16
<b>Luxembourg</b>	<b>6,4%</b>	<b>25</b>	<b>2,7%</b>	<b>7</b>	<b>57,5%</b>	<b>1</b>
<b>Pays Bas</b>	71,4%	15	0,1%	19	0,1%	15
<b>Norvège</b>	100,0%	1	0,0%	23		
<b>Pologne</b>	100,0%	1	0,2%	16		
<b>Portugal</b>	100,0%	1	1,3%	11		
<b>Slovénie</b>	98,7%	10	0,8%	14	0,0%	16
<b>Espagne</b>	99,7%	9	45,9%	1	0,2%	13
<b>Suède</b>	63,7%	17	2,4%	9	2,0%	8
<b>Suisse</b>	100,0%	1	0,0%	24		
<b>Royaume Uni</b>	73,2%	14	11,5%	3	6,2%	4

Tableau 6.5.3.2: Fonds UCITS domestiques et internationaux (2009)

	Fonds domestiques sur le marché		Fonds domestiques en Europe		Fonds internationaux	
	%	Rang	%	Rang	%	Rang
<b>Autriche</b>	48,0%	21	3,0%	8	4,3%	5
<b>Belgique</b>	40,9%	22	0,8%	14	1,6%	7
<b>Bulgarie</b>	100,0%	1	0,1%	18		
<b>Danemark</b>	87,4%	13	3,2%	7	0,6%	11
<b>Estonie</b>	28,6%	24	0,0%	22	0,1%	12
<b>Finlande</b>	60,5%	20	1,6%	10	1,4%	9
<b>France</b>	<b>81,9%</b>	<b>14</b>	<b>18,0%</b>	<b>2</b>	<b>5,2%</b>	<b>3</b>
<b>Allemagne</b>	70,3%	18	5,6%	5	3,1%	6
<b>Grèce</b>	70,8%	17	0,2%	16	0,1%	13
<b>Guernesey</b>	100,0%	1	0,0%	27		
<b>Hongrie</b>	100,0%	1	0,0%	26		
<b>Islande</b>	100,0%	1	0,1%	20		
<b>Irlande</b>	14,6%	26	<b>1,6%</b>	<b>11</b>	12,1%	2
<b>Italie</b>	99,8%	9	4,1%	6	0,0%	17
<b>Liechtenstein</b>	29,8%	23	0,4%	15	1,4%	10
<b>Lituanie</b>	90,9%	12	0,1%	21	0,0%	17
<b>Luxembourg</b>	<b>11,4%</b>	<b>27</b>	<b>6,2%</b>	<b>4</b>	<b>63,5%</b>	<b>1</b>
<b>Malta</b>	18,8%	25	0,0%	24	0,1%	14
<b>Pays Bas</b>	75,0%	16	0,1%	19	0,1%	16
<b>Norvège</b>	100,0%	1	0,0%	23		
<b>Pologne</b>	100,0%	1	0,2%	17		
<b>Portugal</b>	100,0%	1	1,1%	12		
<b>Slovénie</b>	99,2%	11	0,9%	13	0,0%	17
<b>Espagne</b>	99,8%	10	38,7%	1	0,1%	14
<b>Suède</b>	65,2%	19	2,1%	9	1,5%	8
<b>Suisse</b>	100,0%	1	0,0%	24		
<b>Royaume Uni</b>	76,2%	15	11,5%	3	4,7%	4

Lecture En 2009, 81,9% des fonds disponibles à la distribution en France étaient domiciliés en France  
En 2009, 1,6% des fonds domestiques Européens étaient domiciliés en Irlande  
En 2009, 63,5% des fonds internationaux (Cross-borders) étaient domiciliés au Luxembourg

Source: Morningstar

## Conclusion

L'économie des fonds d'investissement est aujourd'hui au cœur de l'activité des places financières. Dans notre étude statistique, nous montrons qu'en Europe, la tendance générale est à la consolidation des positions à court et moyen terme avec un attrait pour la conquête de nouveaux marchés.

Par ailleurs, nous concluons que le cadre réglementaire et fiscal, le marché du travail, l'efficacité des structures politiques et administratives, la proximité des acteurs et des concurrents, les transports, le potentiel économique et les infrastructures de communication sont les principaux déterminants de l'attractivité d'où de compétitivité dans l'industrie des fonds.

Aussi, apparaît-il que les premiers acteurs du développement d'une place financière de fonds d'investissement sont les entreprises de fonds, les institutions bancaires, les investisseurs privés, les assurances et les ressortissants de l'Union Européenne. En termes de collectes, cette étude montre la montée en puissance des investisseurs institutionnels par rapport aux investisseurs privés.

Notre étude confirme le fait que le développement d'une industrie induit celui d'autres industries. Au Luxembourg, ce sont les services généraux (nettoyage, gardiennage..), les activités d'agents de transfert, et l'informatique qui sont le plus confiés à des prestataires externes.

## Chapitre 7

# DÉLOCALISATION ET ATTRACTIVITÉ DANS L'INDUSTRIE DES FONDS.

## Introduction

La nouvelle économie mondiale a incité un phénomène de délocalisation induisant des stratégies d'attractivité de la part des territoires. A dessein, nous avons donc consacré la seconde partie de notre analyse d'enquête à ces deux problématiques.

Le processus d'agglomération des fonds sur un territoire donné est souvent une attitude naturelle des sociétés afin de tirer profit des économies d'échelle dans leurs activités internationales. Aujourd'hui, les places financières sont synonymes d'infrastructures sophistiquées telles que la télécommunication, le transport, les services de comptabilité et juridiques. Le fait de concentrer toutes ses infrastructures sur une seule place centrale permet à la société d'investissement de réduire ses frais généraux (coûts de production) tout en ayant une clientèle internationale.

Dans ce chapitre nous analysons les résultats de sept questions. Les thèmes étudiés sont les suivants :

Question 6 : Les facteurs d'attractivité d'une place financière de fonds

Question 8 : Les principaux intérêts de la délocalisation des OPC

Question 9. Les motivations de la délocalisation dans l'industrie des fonds.

Question 13 : Les coûts inhérents à l'industrie des OPC.

Question 14. Les facteurs d'attractivité de la place luxembourgeoise des fonds

Question 15 : L'attractivité de la place luxembourgeoise des fonds

Question 16 : La compétitivité de la place luxembourgeoise des fonds

<b>Questions</b>	8	9	6	13	14	15	16
<b>Nombre d'enquêtés</b>	75	103	61	96	86	75	75
<b>Section d'analyse</b>	7.1.1	7.1.2	7.2.1	7.3.2	7.4.1	7.4.2	7.4.2

Dans une première section nous cherchons à savoir l'opinion des professionnels pour ce qui est de la délocalisation. Nous avons demandé aux professionnels de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg de donner leur avis sur la délocalisation partielle ou totale dans leur industrie.

Par la suite, nous analysons les raisons de la délocalisation multiple. La section suivante analyse les déterminants de l'attractivité d'une place et les coûts inhérents à l'activité de domiciliation. Finalement, nous étudions l'attractivité de la place luxembourgeoise.

## 7.1 Les stratégies de localisation et l'industrie européenne

Cette analyse porte sur deux points essentiels. Dans une première approche nous avons demandé aux professionnels de dire ce qu'ils pensent de la délocalisation. La seconde approche est de donner aux professionnels l'occasion de s'exprimer sur des motivations pouvant guider la délocalisation.

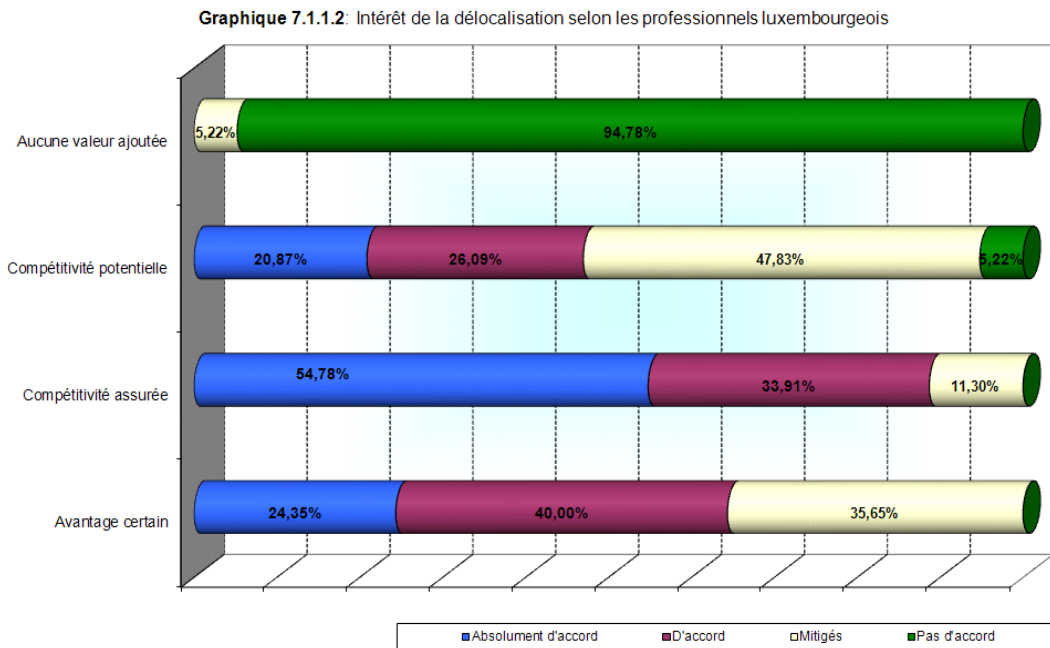
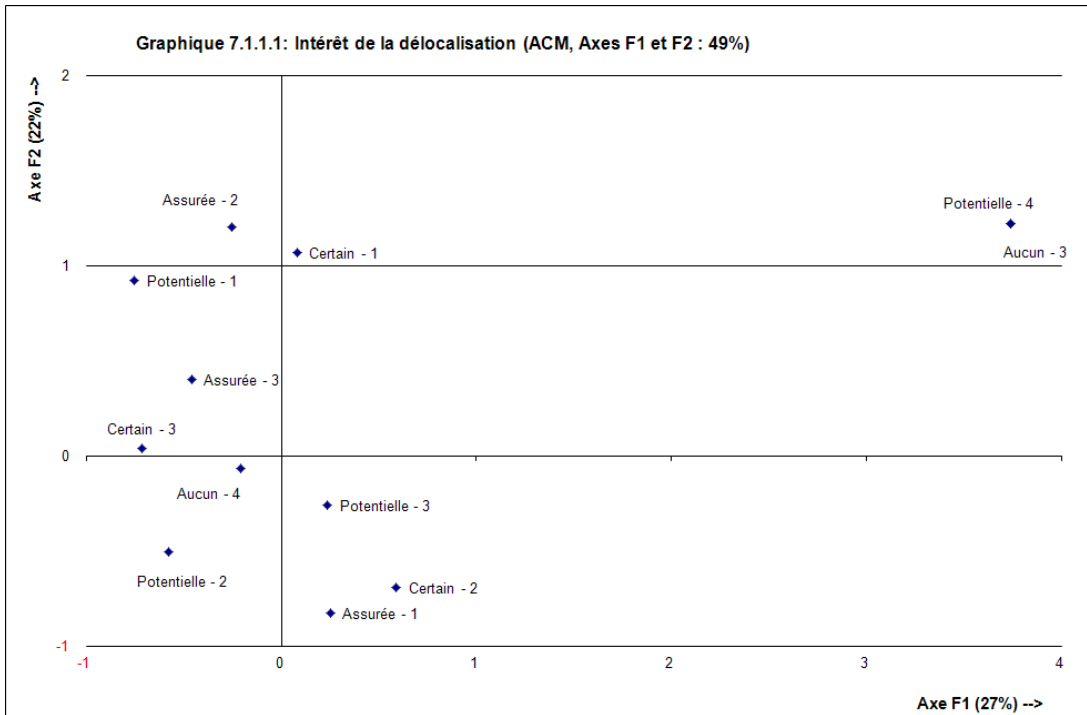
### 7.1.1 Les intérêts pour la délocalisation

Dans la première approche visant à cerner ce que pensent de façon macroéconomique les professionnels, il s'agissait de classer quatre niveaux hiérarchiques descendants d'attente dans un processus de localisation : avantage certain, compétitivité assurée, compétitivité potentielle et absence de valeur ajoutée. Le professionnel est censé donner son approbation à chacune de ces quatre assertions. Cette classification, assez réductrice, a pour but de cerner assez facilement les entendements des professionnels.

#### Question 8

*Pour ce qui est de la délocalisation dans l'industrie des fonds, dites si vous êtes d'accord ou pas du fait que cela soit "un avantage certain", une compétitivité assurée", "une compétitivité potentielle" ou n'apporte "aucune valeur ajoutée".*

	Codes
Avantage certain	Certain
Compétitivité assurée	Assurée
Compétitivité potentielle	Potentielle
Absence de valeur ajoutée	Aucun
Absolument d'accord	1
D'accord	2
Mitigés	3
Pas d'accord	4





Le constat inéluctable est que la quasi-totalité des sondés ont conscience d'un apport significatif dans un processus de délocalisation. En effet, même si 5,22% d'entre eux restent mitigés quant aux avantages potentiels de la délocalisation, ils sont 94,78% à refuser que la délocalisation n'apporte aucune valeur ajoutée. Les personnes qui ont exprimé leur relatif scepticisme sont généralement issues de grands groupes paneuropéens. De fait, nous pensons que ces groupes ont certainement atteint leur paroxysme d'implantation. Si 54% de ceux qui ont refusé l'assertion voient la délocalisation comme facteur de compétitivité assurée et seulement 2,6% comme l'expression d'une quête de rentabilité certaine, la totalité d'entre eux paraît mitigée quant à soutenir que la délocalisation vise à assurer une compétitivité potentielle.

L'analyse de la délocalisation comme vecteur de compétitivité potentielle montre que la totalité des 5,22% qui avaient exprimé leur mutisme pour ce qui est des avantages de la délocalisation, refusent l'idée que la délocalisation, fut-elle totale ou partielle, puisse exprimer un besoin de compétitivité potentielle. Le tiers de ceux-ci pense que la délocalisation vise à assurer un avantage certain et, les deux tiers restants nuancent un peu leur propos en stipulant que les fonds se délocalisent pour bénéficier d'une compétitivité assurée. Comme pour supporter les 5,22% d'entre eux qui ne la soutiennent pas, 47,83% des professionnels luxembourgeois restent mitigés pour ce qui est de voir en la délocalisation un facteur de compétitivité potentielle. De ces derniers, 36% ont classé la délocalisation comme vecteur premier de rentabilité et le reste comme facteur de compétitivité assurée.

Croire que la délocalisation conduit à une compétitivité assurée semble réunir les préoccupations de tous les professionnels de fonds au Luxembourg. En effet, même si 11,3% d'entre eux restent mitigés quant à soutenir cette thèse, plus de la moitié d'entre eux restent absolument d'accord. Les mitigés de la présente thèse ont pour moitié fortement soutenu que la délocalisation est facteur de compétitivité potentielle

et l'autre moitié qu'elle est facteur évocateur de rentabilité certaine. L'analyse des plus optimistes de cette thèse, montre que 38% sont simplement d'accord avec l'assertion voulant que la délocalisation soit source de compétitivité potentielle et 62% que la délocalisation soit un avantage certain.

Le plus haut niveau de ce que l'on attendrait de la délocalisation est qu'elle soit source d'un avantage certain. Ce niveau semble donner des résultats peu satisfaisants. En effet, 35,65% des sondés sont mitigés quant à la force de cette assertion et soutiennent que la délocalisation est un facteur de compétitivité assurée ou potentielle. Malgré les quasi 25% d'opinions très favorables, nous pensons que les professionnels luxembourgeois souhaiteraient garder une certaine réserve pour ce qui est de voir la délocalisation comme un avantage certain.

Cette analyse de la délocalisation dans l'industrie des fonds d'investissement ne saurait contenir de biais certains. En effet, au-delà de toute considération linguistique, nous avons bien expliqué les niveaux hiérarchiques quant à ce que l'on pourrait attendre d'un processus de délocalisation. Ainsi tout professionnel sait que "avantage certain" est le plus haut niveau de classification, suivi par "compétitivité assurée", puis "compétitivité potentielle" et, finalement, "aucune valeur ajoutée".

Il est aussi demandé à chaque professionnel de faire un classement de ces quatre niveaux. Ce n'est qu'à l'analyse que nous avons ajouté des vocables aux différents rangs. Ainsi classer un niveau au premier rang suppose l'acceptation incontestable de celui-ci alors que le classer au quatrième rang suppose sa désapprobation totale.

### 7.1.2 Les raisons de la localisation multiple dans l'industrie des fonds

La seconde analyse de la délocalisation dans l'industrie des fonds est celle où les professionnels devraient classer sept grandes motivations de délocalisation. Le choix de ces motivations a été guidée par une enquête préliminaire auprès d'une sélection de professionnels. Lors de cette enquête préliminaire la sélection devait lister les dix plus grandes motivations qui guideraient une délocalisation ; nous avons donc gardé les sept motivations dont ont parlé tous les sondés (de l'enquête préliminaire).

#### Question 9 :

*Pour ce qui est de la délocalisation partielle ou total dans les fonds d'investissement, ranger par ordre d'importance les motivations suivantes :*

Raisons	Codes
Mieux distribuer sur de nouveaux marchés	NOU
Réduire les coûts d'exploitation	COU
Se rapprocher des partenaires commerciaux	PAR
Bénéficier du cadre légal et fiscal	FIS
S'adapter aux changements de la structure des marchés	STR
Se rapprocher des concurrents	CON
Se rapprocher des clients privés	PRI

#### **Numero de rang (de 1 à 7)**

Exemple: COU-2: La seconde raison est de "Réduire les coûts d'exploitation"

De façon générale les fonds d'investissement se délocalisent pour trois grandes raisons. La première raison est une question d'expansion. En effet, les professionnels de fonds au Luxembourg ont, pour moitié, classés au premier rang la motivation de mieux distribuer sur de nouveaux marchés. Et, de façon presque harmonisée, seuls 19% (respectivement 18%) la classent au deuxième (respectivement troisième) rang. Par ailleurs, si 11% d'entre eux la classent au quatrième rang, les 2% restants la classent équitablement entre le cinquième et le deuxième rang. Il convient de signifier

que personne ne la classe à la dernière place, et les 1% enregistrés au cinquième et sixième rang sont négligeables. Des personnes n'ayant pas classé cette motivation au premier rang, 75% y ont préféré la réduction de coût et 21% celle de se rapprocher des partenaires commerciaux.

La seconde motivation de délocalisation est sans doute la réduction des coûts. Notre scepticisme face à ce classement vient du fait que cette motivation semble aussi disputer la première place avec l'envie de distribuer sur de nouveaux marchés. En effet, même si 40% des professionnels lui attribuent le second rang, ils sont 38% à dire que c'est la première raison de délocalisation. Les 22% restant lui attribuent la troisième place. Notre scepticisme grandit encore vu que cette motivation ne se voit attribuer que les trois premiers rangs. Parmi ceux qui n'ont pas préféré cette motivation au premier rang, 80% pensent que la place revient à la quête de nouveaux marchés de distribution et seulement 17% jugent qu'elle reviendrait à la stratégie de se rapprocher des partenaires commerciaux.

Par partenaires commerciaux, nous englobons l'ensemble des investisseurs institutionnels, les autres institutionnels prestant dans la distribution des fonds. L'envie de se rapprocher de ces partenaires occupe la troisième place à hauteur de 46% sur notre sélection de sept motivations. Nous nous réconfortons de ce jugement qui traduit aussi l'importance de cette motivation vu que 39% des sondés la classe au second rang et 11% au premier rang. Par ailleurs, faut-il signaler que les 5% des professionnels restant lui attribuent la quatrième place ; en d'autres termes, personne ne la classe aux trois derniers rangs.

Aux antipodes de ces motivations principales, deux autres semblent ne pas convenir aux professionnels luxembourgeois : l'envie de se rapprocher des concurrents ou des investisseurs privés. La perte de vitesse du rôle des investisseurs privés dans la

distribution des fonds<sup>1</sup> est confirmée dans la présente analyse. En effet 70% des sondés pensent que le fait de vouloir se rapprocher des investisseurs privés n'est pas une motivation majeure de délocalisation, et lui attribuent la dernière place parmi la sélection des sept motivations. Même si 29% semblent un peu optimistes, ils ne lui accordent que le sixième rang.

Additionnellement, l'envie de se rapprocher des autres concurrents semble mériter une analyse similaire. Même si les avis semblent partagés sur la puissance de son rôle dans les décisions de localisation, seuls 3% des sondés lui accordent une des trois premières places. Ils sont toutefois plus nombreux à lui octroyer les dernières places (33% pour la sixième et 27% pour la septième).

A l'interconnexion de ces deux extrêmes, deux motivations semblent ne pas couvrir l'unanimité. Il s'agit de l'adaptation à la structure de marché et de l'envie de vouloir bénéficier d'un cadre légal et fiscal. Ces motivations décrivent une répartition quasi équitable des professionnels. Dans le cas de la structure des marchés, les professionnels semblent se répartir équitablement autour du cinquième rang. Ils sont 60% à classer cette motivation à la cinquième place. Parmi ceux-ci, 53% (respectivement 32%) préfèrent l'ambition de distribuer sur de nouveaux marchés (respectivement de réduire les coûts d'exploitation) au premier rang.

La motivation de vouloir bénéficier d'un cadre légal et fiscal donne des résultats surprenants, surtout que nous interrogeons des professionnels d'une place qui semble caractérisée par son cadre légal et fiscal (et aussi par son secret bancaire). Dans une répartition quasi équitable autour du quatrième rang, où ils sont 48% à la placer, cette motivation semble perdre de l'importance au Luxembourg.

L'importance de notre analyse de la délocalisation dans l'industrie des fonds d'in-

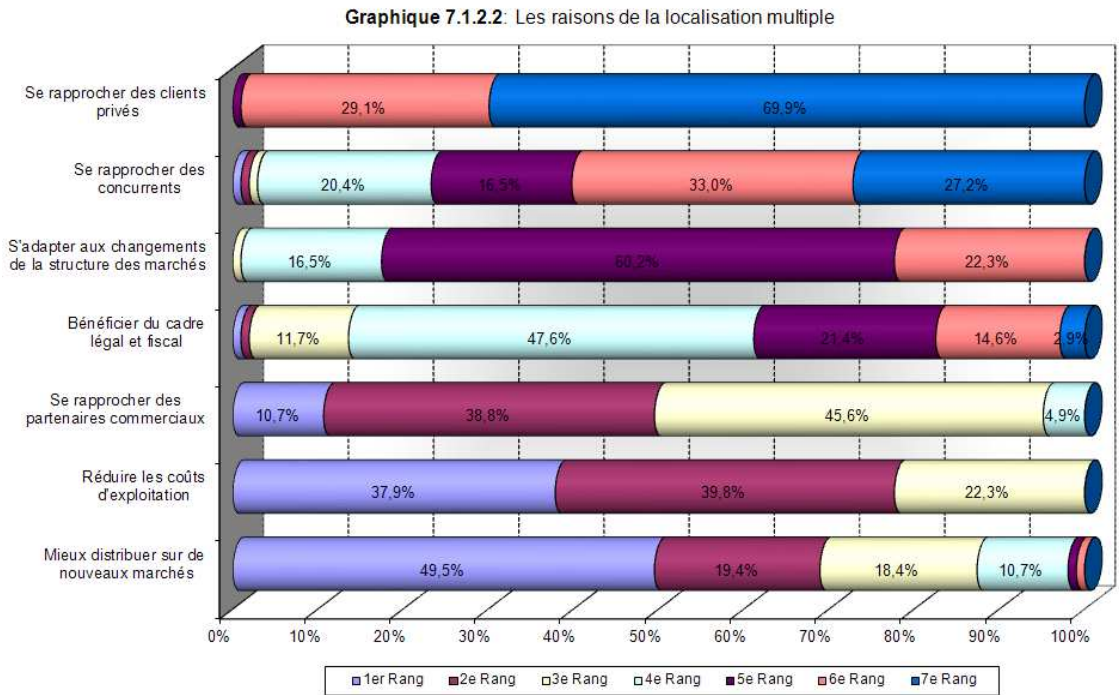
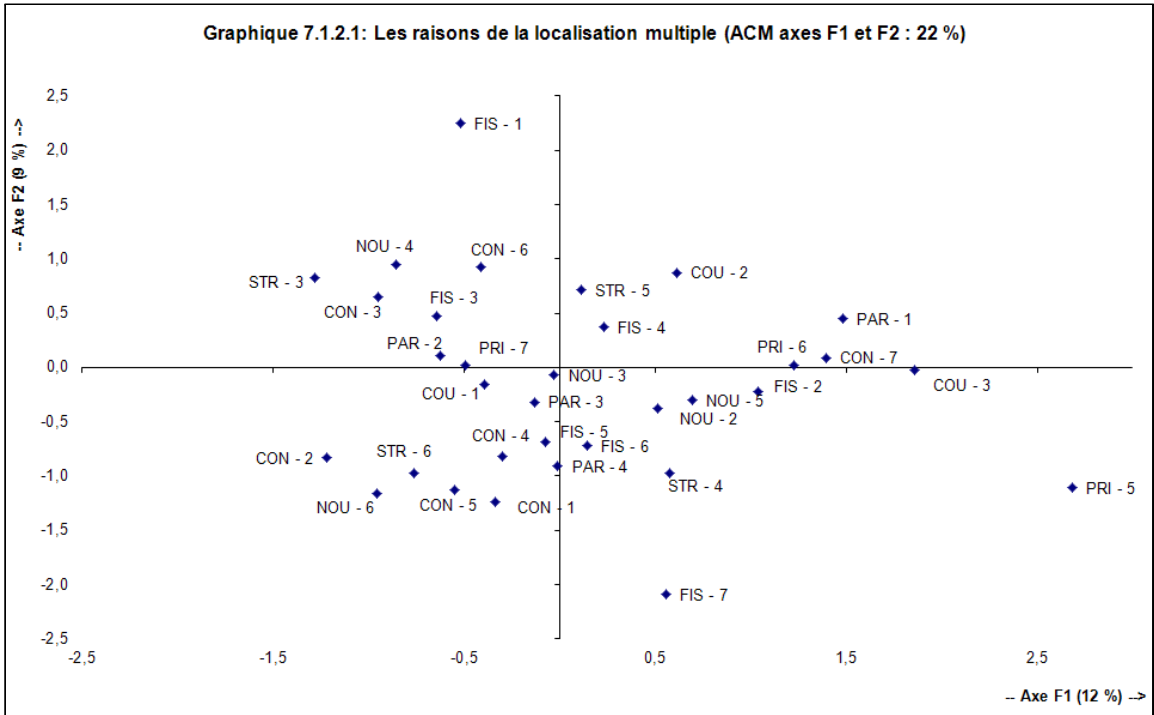
---

<sup>1</sup> *confère section sur les acteurs de la collecte de fonds.*

vestissement nous permet de comprendre le processus de fragmentation de l'activité dans l'industrie des fonds d'investissement. La divergence des réponses quant aux attentes et motivations qui gouvernent ces tendances pourrait être perçue d'un point de vue théorique<sup>2</sup> ou économétrique.

---

<sup>2</sup> *Confère chapitre 5 sur la fragmentation de l'activité.*



## 7.2 Le développement des places financières de fonds

### 7.2.1 Les principaux facteurs d'attractivité

Dans notre enquête sur la compétitivité dans l'industrie des fonds d'investissement, nous avons sélectionné dix-sept facteurs d'attractivité.

#### Question 6 :

*Pour chacun des facteurs suivants décrivez le niveau d'importance en matière d'attractivité d'une place de fonds d'investissement.*

Pour cette question, soixante et un professionnels ont acceptés de répondre. Les résultats statistiques sont consignés dans le tableau suivant :

Facteurs	Code	Pas important	Plutôt moyen	Moyen	Plutôt important	Important	Moyenne	Ecart Type
Cadre réglementaire et fiscal	FISC			8%	41%	51%	4,43	0,64
Marché du travail	TRAV			15%	38%	48%	4,33	0,72
Efficacité des structures politiques et administratives	POLI			10%	54%	36%	4,26	0,63
Proximité des autres acteurs	ACTE			18%	39%	43%	4,25	0,75
Transports (aéroport, route, voie ferrée...)	TRAN			15%	54%	31%	4,16	0,66
Proximité des concurrents	CONC		7%	13%	52%	28%	4,02	0,83
Potentiel économique	ECON		8%	16%	44%	31%	3,98	0,90
Réseaux de communication	COMM		8%	26%	52%	13%	3,70	0,80
Coût d'implantation (immeubles, terrain...)	IMPL		18%	38%	36%	8%	3,34	0,87
Qualité de la vie	QVIE		11%	56%	23%	10%	3,31	0,81
Climat social	SOCI		16%	51%	23%	10%	3,26	0,85
Equipements publics (eau, électricité...)	INFR		26%	51%	15%	8%	3,05	0,86
Potentiel culturel et loisir	CULT		33%	41%	11%	15%	3,08	1,02
Capacités de recherche	RECH		48%	25%	18%	10%	2,90	1,03
Système éducatif	EDUC		49%	30%	13%	8%	2,80	0,96
Coût de la vie	CVIE		46%	34%	16%	3%	2,77	0,84
Urbanisme et habitats locatif	URBA		54%	38%	8%		2,54	0,65

Nous avons établi un score moyen qui correspond à la moyenne arithmétique des niveaux d'importance communiqués par les enquêtés. Ainsi, la moyenne est comprise entre 1 (pas important) et 5 (important). Par ailleurs, l'écart type traduit la disparité des réponses. Un écart type faible signifie que les professionnels sont unanimes, et



plus la volatilité est grande, moins les professionnels s'accordent quant au niveau d'importance du facteur. En l'occurrence, un écart type supérieur à 1 indique que les professionnels ne sont pas d'accord pour ce qui est du niveau d'importance moyen.

Si ces professionnels s'accordent à reconnaître un minimum d'importance à chacun de ces facteurs (aucun facteur n'obtient l'importance minimale), de cette étude, nous déduisons que la force du cadre réglementaire et fiscal, du marché du travail, de l'efficacité des structures politiques et administratives, la proximité des acteurs et des concurrents, les transports, le potentiel économique et les infrastructures de communication sont les principaux déterminants de l'attractivité dans l'industrie des fonds.

Par ailleurs, le système éducatif et les capacités de recherche, l'urbanisation, l'habitat locatif et le coût de la vie semblent peu déterminants dans l'émergence d'une place financière de fonds. Une analyse détaillée permettra de mieux appréhender les réponses des professionnels.

Une analyse de factorielle des données nous permet d'établir une typologie de déterminants en 5 classes :

### 1. **Les facteurs primordiaux**

- Cadre réglementaire et fiscal
- Marché du travail
- Efficacité des structures politiques et administratives
- Proximité des autres acteurs
- Transports (aéroport, route, voie ferrée...)

## **2. Les facteurs importants**

- Proximité des concurrents
- Potentiel économique
- Réseaux de communication

## **3. Les facteurs contributifs**

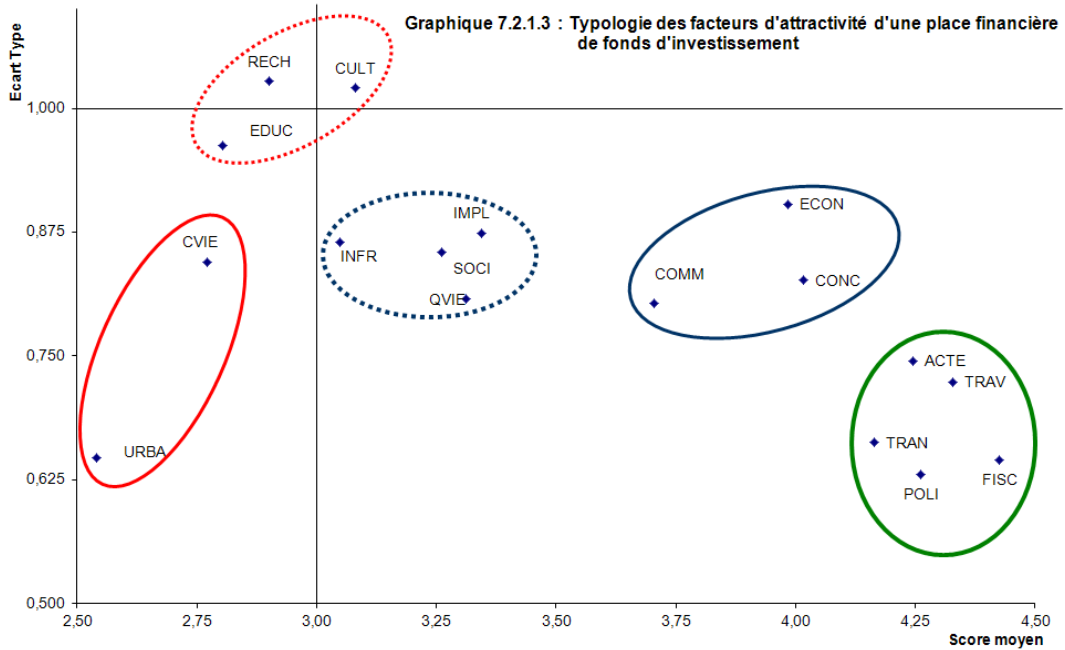
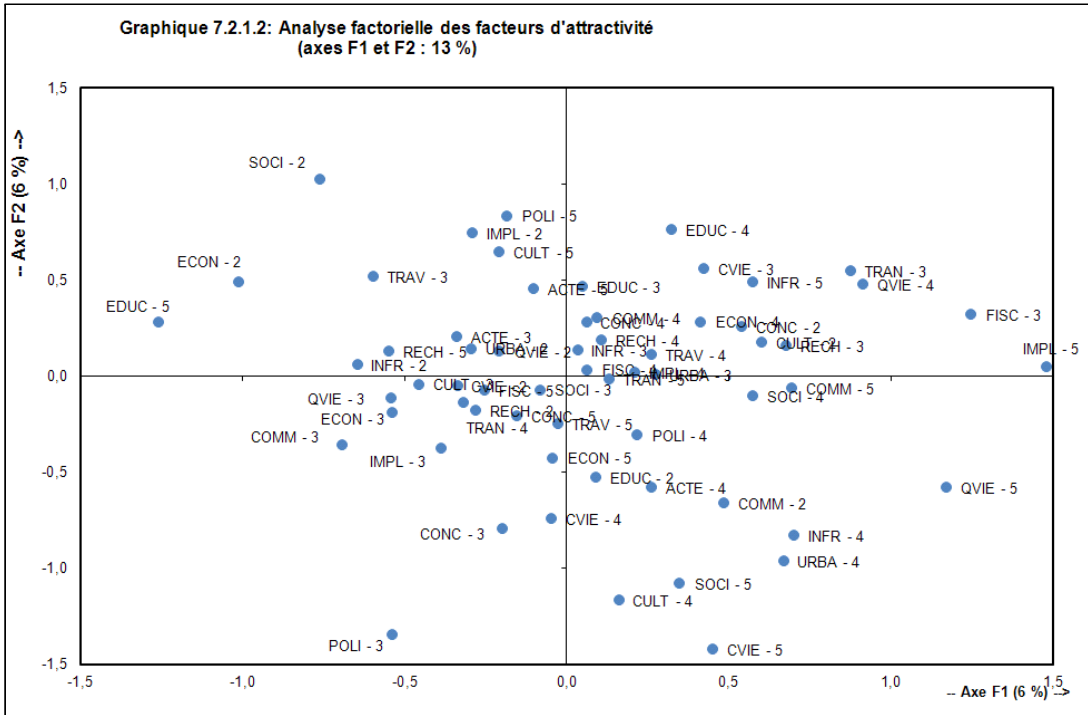
- Coût d'implantation (immeubles, terrain...)
- Qualité de la vie
- Climat social
- Equipements publics (eau, électricité...)

## **4. Les facteurs additifs**

- Potentiel culturel et loisir
- Capacités de recherche
- Système éducatif

## **5. Les facteurs potentiels**

- Coût de la vie
- Urbanisme et habitats locatif



La compétitivité d'une entreprise a souvent été liée à ses capacités d'innovation ([DEFRO3]). Cette dernière a été caractérisée par les potentialités de recherche. L'innovation permet de se démarquer et d'apporter plus de valeur à l'offre en vue de conquérir de nouveaux marchés. Dans cette étude, l'activité de recherche est restreinte à la recherche privée c'est-à-dire celle réalisée par les entreprises pour leurs besoins propres. L'activité de recherche nécessite de nombreuses années d'accumulation de savoir. Concernant ce facteur, les professionnels luxembourgeois semblent ne pas s'accorder.

Même s'il existe une concentration de personnes qui lui attribue une faible importance (19% la qualifient de moyenne et 36% de relativement moyen), il ne faut pas occulter cette tendance à l'amélioration de son implication. En effet, avec son score de 2,90, nous pensons que l'activité de recherches devrait connaître un essor dans l'industrie des fonds d'investissement (respectivement 14% et 7% des personnes interrogées lui vouent déjà une importance mesurée et incontestée). Par ailleurs, selon certains professionnels, la recherche en entreprise est beaucoup plus développée dans les entreprises anglo-saxonnes que francophones. En France, OSEO-innovation<sup>3</sup> finance et accompagne les projets d'innovation à composante technologique présentant des perspectives concrètes de commercialisation tant au niveau national qu'international. Cependant, à ce jour cette agence n'intervient pas encore dans le secteur financier. Une recherche utile implique généralement des compétences significatives qui sont directement liées à la qualité du système éducatif.

La compétitivité d'une entreprise est le reflet de la qualité de ses employés. Il appartient aux autorités scolaires et universitaires de fournir au marché des diplômés à même de participer au développement des entreprises. Dans certains pays, l'on a entrepris de faire directement participer les entreprises à la gestion des programmes

---

<sup>3</sup>ex-Agence Nationale pour la Valorisation de la Recherche ([www.oseo.fr](http://www.oseo.fr))

éducatifs. Cette participation devrait favoriser le passage de la vie d'apprentissage théorique à la vie professionnelle. Les entreprises deviennent de fait des lieux privilégiés de formation et d'intégration. Du côté de la demande de travail, la tendance générale est au raccourcissement des études. En effet, si les étudiants ont constamment le désir de sortir le plus tôt possible des études supérieures, l'accès au troisième cycle est beaucoup trop sélectif pour satisfaire ceux qui souhaiteraient poursuivre leurs études.

De plus en plus, les sociétés d'investissement sont à la recherche d'expertise dans la finance. L'agglomération sur un même site permet la confrontation des compétences. De plus, la demande pressante pourrait inciter les autorités locales à développer un système éducatif de qualité. Dans certains cas, les professionnels eux-mêmes participent à la création de programmes de formation répondant au mieux à leurs attentes. C'est le cas de la *Luxembourg School of Finance* ou de la Chambre de Commerce de Luxembourg qui offrent des formations intéressantes dans le domaine des fonds d'investissement.

Par ailleurs, il existe des cas où les professionnels de fonds établissent des partenariats avec des institutions universitaires. Les écoles et universités l'ont d'ailleurs bien compris; elles élaborent des programmes animés par les professionnels. Les réseaux d'anciens des écoles sont aussi un véritable vecteur de mouvement des compétences. Il existe une réelle compétition entre les entreprises pour embaucher les diplômés de ces écoles de renom.

La formation des compétences est un processus de longue haleine. Cela nécessite des investissements importants et une bonne connaissance des attentes. Certaines places n'ont pas pu répondre rapidement aux besoins humains des sociétés d'investissement. Cela a induit un accroissement de l'emploi transfrontalier. C'est le cas au Luxembourg, où la situation géographique et la petitesse du pays a conduit à une

pression de demande de main d'œuvre. Aujourd'hui la main-d'œuvre transfrontalière représente plus des deux tiers de la main-d'œuvre globale au Luxembourg. Cette donnée n'est certainement pas bénéfique pour le pays hôte étant donné qu'il s'agit d'agents économiques pouvant enrichir l'économie locale.

Paradoxalement, les professionnels de fonds intervenant au Luxembourg semblent peu intéressés par le système éducatif. Ils y font une classification similaire à celle de la recherche. Ce mauvais résultat pourrait être expliqué par deux comportements essentiels. Dans une première approche, le territoire luxembourgeois a souffert de l'interaction entre main d'œuvre et petitesse décrite précédemment. Cette main d'œuvre n'a pas besoin de s'expatrier ou de déménager. Dans une seconde approche, l'on assiste de plus en plus aux formations continues offertes directement dans les entreprises. Il s'agit le plus souvent de systèmes mis en place par l'industrie elle-même ou par des associations internationales. Dans l'industrie des fonds, l'association professionnelle a construit une formation répondant aux attentes des entreprises. Par ailleurs, l'on assiste de plus en plus à un engouement certain pour les diplômes tels que le *Chartered Financial Analyst* et le *Chartered Alternative Investment Analyst*.

Si les professionnels luxembourgeois de fonds d'investissement, semblent accorder peu d'intérêt au système éducatif et à la recherche, ils sont unanimes quant à la prépondérance du marché du travail comme facteur d'attractivité. Ce facteur est classé au second rang dans notre sélection. Pour son attractivité, une place financière doit pouvoir répondre aux sollicitations relatives à des activités à haute valeur ajoutée. Pour le marché de l'emploi, les entreprises étudient généralement trois sous-facteurs : son ampleur, son coût et sa qualification.

Aussi, la place financière ne doit-elle pas permettre une libre circulation des personnes et des compétences. Il appartient alors aux autorités politiques de ne pas restreindre les permis de travail pour les expatriés. Une internationalisation des com-

pétences est aussi un facteur de développement et de renommée. Les politiques doivent par ailleurs prendre des mesures idoines en matière d'imposition et de réglementation de l'activité. Par ailleurs, une place financière attire généralement des professionnels d'autres domaines.

Le score de 4,33 obtenu par ce facteur n'est amoindri que par une proportion faible (11%) de personnes qui pensent qu'il n'est que d'une importance moyenne. Au Luxembourg, globalement, la tendance est à la tertiarisation de l'emploi. Le marché luxembourgeois du travail est-il largement couvert ? Si nous prenons en compte l'impressionnant turnover inter-entreprises, nous pouvons conclure que ce marché n'est pas encore pourvu. Par ailleurs, si de par sa renommée, la place luxembourgeoise attire beaucoup de diplômés en finance, ceux-ci sont-ils satisfaits par leur emploi ? En effet, la particularité de l'industrie luxembourgeoise des fonds est l'administration qui est loin de satisfaire les passionnés de la finance.

L'insatisfaction de certains employés au travail, est certainement la clé de l'étude de l'environnement de vie. Dans ce cas, il convenait d'étudier le rôle de la qualité de vie, du climat social, du potentiel culturel et des loisirs, le coût de la vie et l'urbanisation, et ceux des équipements publics et collectifs. La qualité de vie est considérée comme facteur d'importance moyenne dans l'attractivité d'une place financière de fonds. Étant donné que notre population statistique est constituée de professionnels en tant qu'individus, la notion de qualité de vie portera autant sur leur environnement social que sur le milieu dans lequel ils évoluent. De ce fait, la qualité de vie est à la fois la conséquence de l'activité économique et le résultat des décisions collectives ou individuelles. Avec un score absolu de 3,31 (sur 5), la qualité de vie pourrait être un facteur d'émergence. En effet, même si la majorité des professionnels la juge moyenne, la tendance est à la reconnaissance de son importance. La qualité de vie peut être aussi analysée sous d'autres critères.

Le climat social vise à cerner la conflictualité dont fait mention l'*International Institute for Management Development* dans le calcul de son indice de compétitivité. Par "conflit", il faut entendre ceux liés aux entreprises, ceux générés par les relations portant sur les origines et finalement ceux qui pèsent sur les relations inter-générationnelles. Dans notre analyse, les professionnels luxembourgeois qualifient ce facteur de moyen même si un certain nombre le juge important dans l'attractivité d'un territoire en matière de fonds d'investissement. Son score de 3,26 est rabaisé par 12% de professionnels qui le jugent juste moyenne dans l'attractivité d'une place.

Ce jugement de professionnels au Luxembourg peut avoir une explication simple. Primo, les conflits intra-entreprises sont globalement gérés par les syndicats; généralement, cela ne se passe que dans les grandes entreprises. Devrait-on craindre un transfert de l'activité des grandes entreprises vers des organisations plus petites fondées sur des relations individuelles et donc échappant à l'appui collectif? Quant au conflit d'origine, au Luxembourg par exemple, les frontaliers, majoritairement français, sont accusés de doper les salaires vers le bas tout en proposant des qualifications nettement supérieures. Dans ce cas ne, devrions-nous pas parler de tolérance? Les conflits inter-générationnels sont généralement dus au fait que les jeunes diplômés, présentant généralement des profils plus complets, demandent souvent des rémunérations d'entrée supérieures à celles de leurs aînés.

Le potentiel culturel et les loisirs d'un territoire sont censés intégrer divers éléments tels que les équipements et manifestations culturelles (théâtres, musées, cinémas, concerts, salles de spectacles...), les espaces de loisirs (forêts, parcs...), les sites de détente sportive (stades, piscines, salles de sport) et les sites historiques et archéologiques (églises, châteaux, fortifications...). Ce facteur vise à comprendre si l'épanouissement de l'employé en dehors du travail peut influencer son déplacement sur un territoire.



Pour les professionnels luxembourgeois, ce facteur est d'une importance moyenne. Il obtient un score absolu de 3,08. La proportion significative de personnes qui la juge importante est peut-être un gage d'importance. Cependant, ont-ils été influencés par les récents efforts entrepris par les autorités luxembourgeoises pour renforcer le côté culturel du pays ? Le Luxembourg étant en 2007 la capitale culturelle de l'Europe, diverses manifestations ont été organisées. Ces manifestations ont réuni un nombre impressionnant d'observateurs. Il reste évident que la place luxembourgeoise offre très peu d'alternatives de divertissement a contrario de certaines places telles que Paris.

Dans notre analyse du bien-être social, nous avons aussi entrepris de comprendre le jugement des professionnels en matière d'urbanisation et d'habitats locatifs. Les places financières étant souvent synonyme d'agglomération de personnes, il se peut que surviennent certaines crises du logement. Ces crises du logement induisent couramment des spécialisations de zones géographiques. Par spécialisation, nous entendons un certain regroupement selon le revenu ou selon l'origine ethnique. Généralement, les moins fortunés se concentrent à la périphérie. Dans ce cas ne faut-il pas craindre le développement du communautarisme ? Il convient de s'intéresser à la qualité de l'urbanisation comme palliatif. La place financière dispose-t-elle d'une structure adéquate pour accueillir le maximum de logements locatifs décents où même de locaux d'entreprises.

Les professionnels luxembourgeois semblent ne pas être intéressés par ce facteur. Ils le classent à la dernière place de notre sélection de facteurs avec un score de 2,54 seulement. Il s'agit du facteur qui a obtenu le maximum de notes négatives. Ce comportement pourrait avoir une explication dichotomique. La grande majorité des employés au Luxembourg réside en dehors du pays. Compte tenu de la petitesse du territoire, les comportements locatifs du Luxembourg pourraient s'apparenter à ceux rencontrés en Ile-de France. Les plus fortunés s'installent sur le territoire lui-même ;

et la banlieue parisienne correspondrait à la grande région entourant le pays (Metz en France, Arlon en Belgique et Trèves en Allemagne).

Ce comportement devrait s'accroître pour deux raisons essentielles : au-delà de la préférence des propriétaires pour les baux commerciaux, les prix et la disponibilité du bail au Luxembourg sont nettement plus élevés que ceux des pays limitrophes. Ce comportement est surtout culturel. En effet, les travailleurs (avec des niveaux de salaires nettement supérieurs à ce qu'ils gagneraient dans leur pays d'origine) étant majoritairement non nationaux conservent leurs habitudes en voulant résider dans leur pays d'origine. Pour pallier ces insuffisances, l'Etat luxembourgeois a entrepris une vaste réforme d'urbanisation en matière de logement locatif au centre-ville. De plus, un projet de décentralisation est en cours. Une autre ville du pays, Esch-sur-Alzette, pourrait bientôt accueillir massivement des entreprises.

En complément de l'habitat, nous avons voulu comprendre l'impact de certains facteurs tels que les équipements publics (eau, électricité, gaz...) ou collectifs (maisons de retraites, crèches...) qui sont assez souvent liés à l'urbanisation générale. Si certains sont foncièrement marchands, d'autres tels que les crèches peuvent être offertes par les entreprises. Si les équipements publics sont sans conteste liés au bien-être individuel des personnes chez elles, les équipements collectifs eux, peuvent participer à la productivité au travail. En effet, la productivité des parents est nettement améliorée s'ils ont une institution qui s'occupe de leurs enfants. Pour les équipements publics en général, il convient d'étudier leur qualité et leur accessibilité. Quant aux équipements collectifs, la contrainte s'exprime aussi en termes de densité.

Pour ce facteur, les professionnels luxembourgeois ont une appréciation moyenne quant à son importance avec un score absolu de 3,05. Ces réponses peuvent avoir été biaisées par le comportement global sur la place financière. En effet, résidant majoritairement en dehors du pays, ils ont l'habitude de bénéficier des infrastructures

des pays limitrophes. Ce comportement serait-il analogue dans le cas d'une place financière plus vaste ? La tendance au négativisme des jugements laisse penser qu'il s'agirait de réponse pouvant être généralisée. Notre optimisme s'explique par le fait que la place luxembourgeoise pourrait être qualifiée par son internationalisme. Les professionnels venant de divers horizons ont pu comparer différents systèmes.

L'environnement de travail pour les entreprises est aussi influencé par les transports, les coûts d'implantation et les réseaux de communication. Les coûts d'implantation résument tous les coûts engagés afin de s'implanter sur un territoire donné. Cela inclue plus directement les coûts de l'immobilisation, les frais d'études de faisabilité, les frais de notaire. Le transport fait référence à tout type de transport permettant à l'entreprise d'échanger avec son environnement. Il s'agit d'analyser l'importance de l'existence et la qualité d'un aéroport, d'une voie ferrée (de préférence les lignes à grande vitesse) et des routes et parkings. Finalement, les réseaux de communication résument tous les éléments tels que le téléphone, le fax, l'internet, etc. Dans leur analyse, les professionnels luxembourgeois accordent une importance relative à ces trois facteurs dans l'attractivité d'une place.

Un élément principal d'attractivité d'une place est la proximité géographique. En effet, de plus en plus, les professionnels éprouvent le besoin d'être plus proches de leurs clients et d'autres partenaires. Cela accentuerait la confiance que les investisseurs placent en eux.

Il importe donc que la société d'investissement soit suffisamment proche d'un point de vue géographique et / ou virtuellement ; par virtuellement, nous entendons être situé dans le même fuseau horaire. Il faut donc être joignable aux mêmes heures de travail. En effet, un client qui a un décalage horaire important avec la société d'investissement sera réticent en ce sens qu'il lui est difficile de joindre la société pour toute opération telle que passer un ordre de bourse. Il peut devenir rédhibitoire de

toujours faire un calcul pour passer un ordre en temps opportun.

Le contact avec les investisseurs est essentiel pour mieux décrire les produits et aider le client dans ses choix d'investissement. Tout ceci implique donc que l'entreprise soit sur le territoire ou non loin du client. Certaines sociétés l'ont bien compris au point qu'elles créent des filiales de distribution dans certains pays présentant une profondeur financière intéressante.

Un autre facteur de développement d'une place reste sa facilité d'accès. L'existence d'un aéroport international, d'une ligne ferroviaire (exemple du TGV), des nouvelles technologies de l'information et de la communication est essentielle pour le développement d'une place.

Les coûts d'implantation et les réseaux de communication obtiennent respectivement des scores absolus de 3,34 et 3,70. Le second facteur a une tendance beaucoup plus marquée à l'importance que le précédent. S'ils semblent accorder moins d'importance à ces deux facteurs, les professionnels luxembourgeois vouent une plus grande importance au transport. Avec un score de 4,16 ce dernier facteur est classé cinquième sur notre liste. Il faut dire qu'au Luxembourg les employés voyagent énormément. Que ce soit pour leurs déplacements logement – travail ou pour des voyages professionnels. Cela s'explique par deux effets : la proportion de transfrontaliers induit une forte utilisation des réseaux routiers et ferroviaires. Par ailleurs, les entreprises luxembourgeoises étant le souvent des filiales, les employés sont couramment amenés à se déplacer vers le siège. Jusqu'à une date récente, ce type de déplacement se faisait par avion ; mais il faut prévoir une augmentation des usagers de la voie ferrée avec l'ouverture de la ligne de trains à grande vitesse entre Luxembourg et Paris.

Les entreprises ont tendance à se regrouper géographiquement par finalité "sectorielle", c'est-à-dire, les entreprises d'une même industrie seront enclines à une aggro-

mération. De ce fait, nous avons voulu comprendre l'effet de la proximité des acteurs. Dans un premier temps, nous voulions comprendre la force de l'agglomération dans le secteur. Dans un second temps, il s'agissait de savoir quel impact cela pourrait avoir sur d'autres secteurs qu'ils soient connexes ou complètement différenciés.

L'existence d'un nombre important de sociétés d'investissement et même d'autres structures financières (banques, assurance, etc.) localisées sur la place financière permet d'avoir un intérêt international. Logiquement, nous pensons qu'il doit y avoir une taille de marché raisonnable pour pouvoir répondre aux besoins de la clientèle internationale de façon efficiente.

Dans l'industrie des fonds, la concentration de divers acteurs sur la même place est un avantage considérable. Les professionnels de l'assurance tels que les courtiers sont de très bons distributeurs de produits de fonds d'investissement. De plus, des partenariats avec certaines banques peuvent conduire à des formulations de packages commerciaux avantageux.

Si la proximité des concurrents semble moins importante (score de 4,02) que celles d'autres acteurs (score de 4,25), les professionnels s'accordent à reconnaître leur importance. De ce fait, nous pouvons conclure que l'attractivité d'une place financière de fonds est fortement influencée par la taille de l'industrie locale. Cependant, cette agglomération pourrait ne se faire que dans un domaine d'activité. Au Luxembourg, la concentration est plus grande dans la domiciliation et l'administration de fonds. Par ailleurs, l'émergence de cette industrie induit celle d'autres secteurs. Il ne faut pas oublier le rôle prépondérant des banques et des assurances dans la distribution des produits de fonds.

Finalement, avec la concentration des sociétés d'investissement, les interactions sont de plus en plus fréquentes et, induisent ainsi une réduction des coûts. A terme,

cela conduit à une concentration d'autres industries sur la même place afin de bénéficier des mêmes avantages en termes d'infrastructures et de services fournis.

Les derniers facteurs que nous avons étudiés dans le cadre de cette enquête sont ceux relatifs au pays lui-même. Par potentiel économique, nous entendons le dynamisme du marché en termes de fonds d'investissement. Le potentiel économique d'un territoire peut être mesuré par l'évolution de son produit intérieur brut ou le niveau de ses investissements. Cependant, ces mesures peuvent être erronées dans le cas de certaines économies caractérisées par leur petite taille et leur ouverture internationale. En effet, dans ce cas, certains revenus distribués par ce produit intérieur brut sont transférés hors du pays. Pour ce facteur, les professionnels de fonds accordent une importance mesurée. Il faut signaler que compte tenu de sa grande ouverture internationale, le Luxembourg est certainement très exposé aux heurts de l'économie mondiale. Certainement qu'en matière de domiciliation de fonds, le potentiel économique du pays n'est pas très indispensable. Cependant, les entreprises restent très attentives aux les structures politiques et administratives.

Notre analyse de l'efficacité des structures politiques et administratives regroupe l'ensemble des offres du secteur non-marchand telles que l'administration et le système de décision politique. Ce facteur apparaît d'une importance capitale dans l'attractivité d'une place financière de fonds d'investissement. Il obtient un score de 4,26. Généralement, les Etats élaborent des stratégies telles que les investissements publics, les incitations à entreprendre, la régulation ou l'amélioration des infrastructures. Le facteur est globalement vu sous trois angles, à savoir son efficacité, la compétence des autorités administratives et l'accessibilité au service public. Ces exigences devraient répondre à la complexité et à l'opacité du système. En effet, les entreprises sont à la recherche de sites d'implantation pouvant garantir leur stabilité.

Le cadre réglementaire et fiscal a été classé au premier rang de notre sélection. Si

le cadre réglementaire et fiscal peut être jugé discriminatoire vis-à-vis des entreprises étrangères dans certains pays, avec un score absolu de 4,43, il est incontestablement le déterminant principal de l'attractivité dans l'industrie des fonds d'investissement. Pour ce déterminant, les entreprises de fonds sont très regardantes du niveau de fiscalité, de la complexité de la réglementation et de la justesse de la législation. Cette place de choix qu'obtient ce facteur pourrait être due au fait que la plupart des entreprises de fonds installées sur le territoire ont été attiré par des éléments fiscaux. En effet, le Luxembourg est très souvent cité parmi les premiers à transcrire en lois nationales les Directives Européennes. Avec son avancée consécutive à sa rapidité quant à la Directive Européenne 85/611/CE (appelée UCITS I), l'expérience a montré que cela avait clairement contribué au développement d'un centre d'excellence en matière de produits à vocation transfrontalière.

De plus, avec l'intégration rapide des directives 2001/107 et 2001/108 (appelées UCITS III), le Luxembourg se donnera les moyens de conserver son avance en développant et en attirant les compétences nécessaires pour profiter pleinement des opportunités de la Directive tout en gérant au mieux les contraintes. UCITS III vise autant l'élargissement des règles de placement et la modernisation des techniques de gestion des fonds paneuropéens que l'approfondissement des exigences requises à l'égard des promoteurs en matière de fonds propres et de gestion (notion dite de substance). Cependant, si cela donne à la place luxembourgeoise un atout additionnel et déterminant, il n'est peut-être pas bien décisif. Le Luxembourg doit continuer à répondre aux attentes des promoteurs. Il est primordial que les autorités et l'industrie continuent à travailler dans la même direction pour proposer des produits innovants et adaptés aux besoins du marché.

### 7.2.2 Les coûts déterminants de l'attractivité d'une place financière de domiciliation

Nous avons demandé aux professionnels de fonds au Luxembourg de ranger par ordre d'importance certains coûts déterminants de l'attractivité d'une place de fonds en termes de domiciliation. Par ailleurs, pour chaque coût, il fallait lister les trois pays les plus attractifs parmi ceux listés à la question 12. Quatre-vingt-seize professionnels ont participé à cette question.

#### Question 13

*Classez les principaux coûts suivants ?*

- *Les coûts salariaux ;*
- *Les coûts immobiliers (location d'immeuble...);*
- *Les coûts de transport ;*
- *Les coûts des biens publics (eau, électricité, téléphone...);*
- *Les coûts financiers ;*
- *Les taxes ;*
- *Les coûts de gestion et assimilés ;*
- *Les frais de marketing.*

Il ressort de cette analyse<sup>4</sup> que les coûts salariaux sont le premier déterminant d'attractivité dans la domiciliation d'un fonds. En effet, 76% des professionnels interrogés les placent au premier rang de notre liste de coûts. Même si nous convenons qu'il est difficile de comparer les pays en termes de coûts salariaux<sup>5</sup>, plus de 60% des professionnels pensent que l'Irlande est la place financière la plus attractive, suivie

---

<sup>4</sup> *Annexe A.7.2.2.1 : Répartition des places européennes de domiciliation selon leur attractivité-coût.*

<sup>5</sup> *Confère section sur la typologie des facteurs d'émergence.*



de très près par le Luxembourg (57,3%) et l'Espagne (43,8%). Par ailleurs, la Belgique et la Suisse sont citées, par respectivement 38,5% et 24% des professionnels luxembourgeois.

Ces résultats sur les coûts salariaux nous paraissent assez difficiles à expliquer. Nous pensons qu'il y a une incompréhension dans la question. Certains professionnels pourraient avoir notés les places du point de vue du salarié (Luxembourg, Suisse, Irlande), alors que d'autres auraient utilisés le point de vue de l'entreprise (Espagne).

Les seconds coûts listés par les professionnels luxembourgeois sont relatifs à la fiscalité en général. Ainsi ces coûts, sont assez globalement classés au deuxième (42% des sondés), troisième (34% des sondés) et quatrième (16% des sondés) rangs. Pour ce facteur, les professionnels, à plus de 66%, évoquent le Luxembourg comme le pays offrant la meilleure prédisposition en termes d'attractivité. Ils soulignent aussi l'attractivité de l'Irlande (63,5%) et de la Suisse (57;3%).

Au troisième rang des coûts figurent les coûts financiers. De façon analogue aux coûts précédents, les professionnels restent partagés quant à les placer aux quatre premiers rangs. Les plus attentionnés, soit plus de 34%, les placent au deuxième rang. Pour ces coûts l'Irlande, le Luxembourg et la Suisse semblent se disputer l'attractivité de l'activité de domiciliation avec plus de 50% des intentions de professionnels. Par ailleurs, dans une certaine mesure, l'on pourrait aussi citer la Belgique et le Royaume-Uni signalés par environ 20% des professionnels.

Sur les huit types de coûts, les coûts immobiliers figurent à la quatrième place. Ainsi, les plus fortes concentrations se situent au troisième (29,17%) et quatrième rang (32, 29%). Pour ces coûts, pour la première fois, l'Espagne figure à la première place comme le territoire offrant les meilleurs rapports, avec plus de 57% des sondés. Par la suite, la Belgique et le Luxembourg semblent plus attractifs selon environ 45% des

professionnels. Finalement, dans des proportions moindres (environ 30% des sondés) l'Italie et l'Irlande sont listées.

Précédemment identifié comme déterminant de choix dans l'émergence d'une place financière, le transport, ou plutôt les coûts de transports n'obtiennent que la cinquième place sur huit. Ainsi, 29,17% des professionnels les classent au cinquième rang et 35,42% au sixième rang. Pour le transport, l'Allemagne reste incontestablement le pays qui offre les meilleures opportunités selon 51% des sondés. Avec 46,9% des voix, la France est classée comme second pays offrant les meilleurs coûts. A ces deux pays, il convient d'ajouter l'Espagne, l'Italie et l'Irlande comme pays attractifs.

Les résultats relatifs aux coûts de stratégies marketing sont la grande déception de cette étude. En effet, le marketing est certainement un domaine de prédilection des entreprises anglo-saxonnes. Nous avons espéré que, le Luxembourg étant une place internationale avec une grande présence de firmes de ce type, les professionnels accorderaient à cette activité particulière plus d'attention. Les plus attentionnés, soit 1,04% lui octroient la seconde place. Les plus grandes concentrations sont au sixième (34,38%) et septième (28,13%) rang. Pour ces coûts, plus de la moitié des sondés évoquent la Suisse et le Luxembourg comme les plus intéressantes places financières. Contrairement à nos prévisions, le Royaume-Uni est classé en troisième position par seulement 47,9% des professionnels. La France, l'Irlande et l'Italie occupent successivement les quatrième, cinquième et sixième rangs

Les frais de gestion semblent peu déterminants dans le choix d'une place de domiciliation. En effet, ces coûts sont d'une importance secondaire ; les professionnels la listant globalement aux trois derniers rangs avec une concentration de 34,38% pour la septième position. Pour ces coûts, la France, l'Irlande, le Luxembourg, le Royaume-Uni et la Suisse semblent décrire les mêmes niveaux d'attractivité.

Finalement, les infrastructures publiques (eau, électricité, gaz, téléphone, etc.) n'ont pas convaincu les professionnels luxembourgeois. Ceux-ci à plus de 56% la classe au dernier rang par ordre d'importance de l'analyse des coûts. Ainsi, l'Irlande semble être la place financière la plus attractive sur cette base selon 42,7% des professionnels. Par ailleurs, la Belgique, l'Espagne et l'Italie sont aussi cités comme places attractives pour ce qui est des coûts des infrastructures.

Cette analyse des coûts vue globalement montre, avec une moyenne de 44,5 citations sur les huit coûts selon les quatre-vingt-seize professionnels, c'est le Luxembourg qui apparaît comme la meilleure place financière de domiciliation. Il est suivi par l'Irlande (moyenne de 43,6) et la Suisse (moyenne de 37). Si l'Espagne est classé quatrième pays attractif, la France n'obtient que la cinquième place. La limite fondamentale de l'analyse de cette question est que le nombre de citations d'un territoire est fonction du fait qu'il ait déjà été cité dans la question précédente. C'est ce qui explique qu'on ne retrouve généralement que les principaux pays analysés dans la section précédente.

## 7.3 L'attractivité de la place luxembourgeoise.

### 7.3.1 Les facteurs d'attractivité

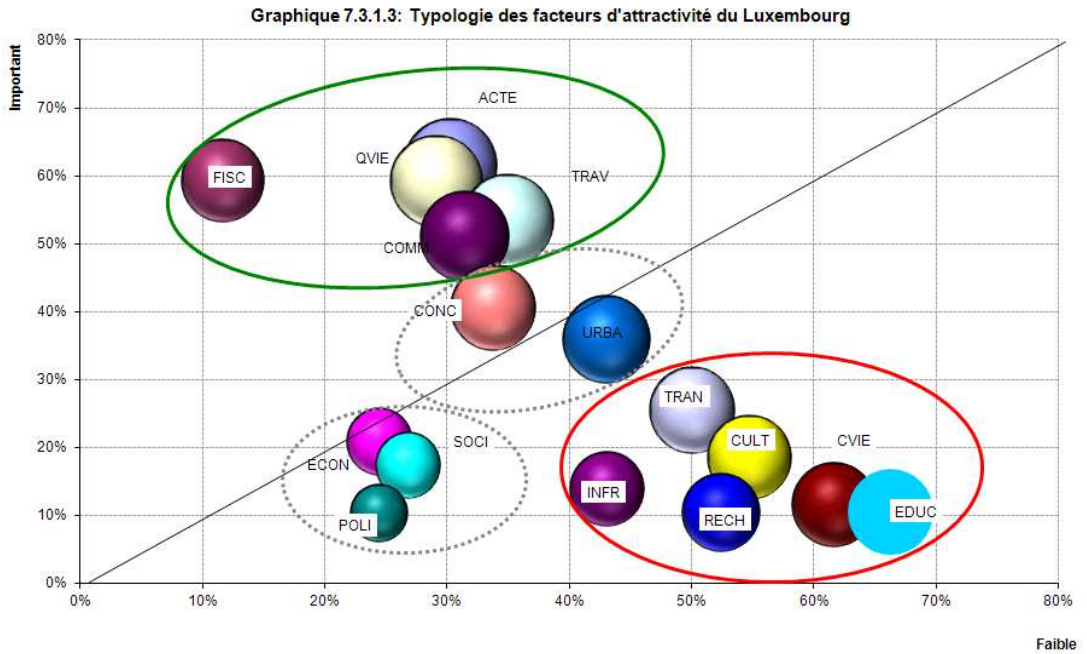
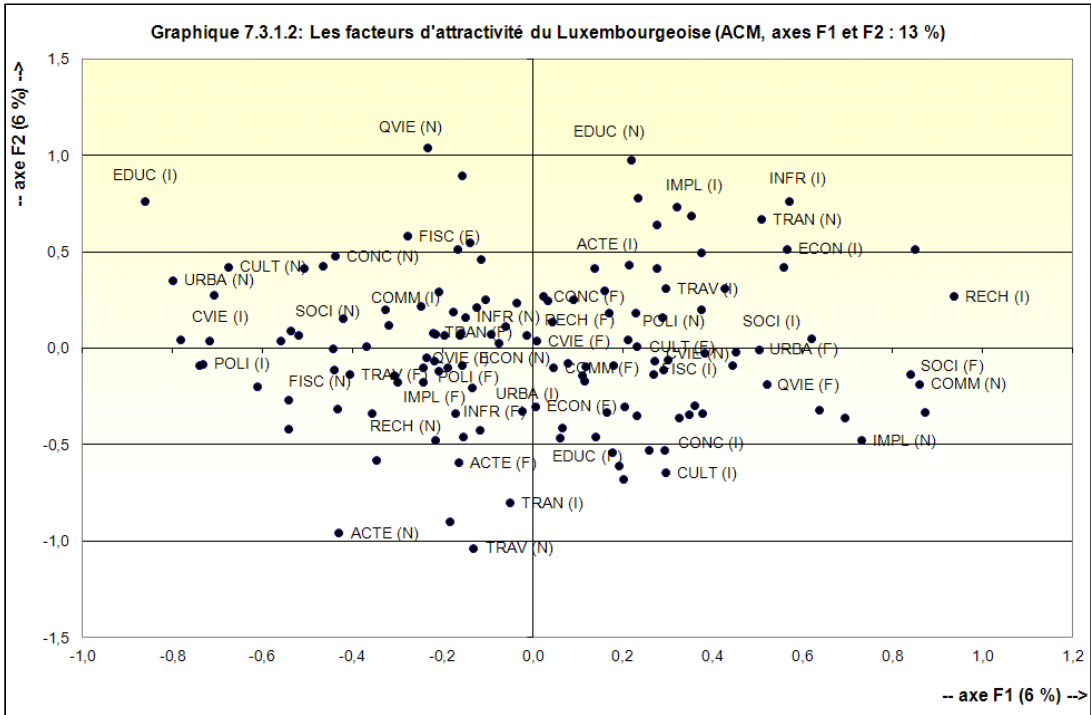
Afin de comprendre l'attractivité de la place luxembourgeoise, notre enquête demandait, à dessein, aux professionnels luxembourgeois de sélectionner les facteurs les plus importants et les moins importants parmi la liste déjà définie à la question 6.

#### Question 14

*Parmi les 17 facteurs suivants, lister les 5 grandes forces et les 5 faiblesses du Luxembourg*

Quatre-vingt-six professionnels ont contribué à cette question. Les résultats statistiques sont consignés dans le tableau suivant :

Tableau 7.3.1: Les facteurs d'attractivité de la place luxembourgeoise des fonds d'investissement				
Facteur	Code	Faible	Non classé	Important
Proximité des autres acteurs	ACTE	30%	8%	62%
Cadre réglementaire et fiscal	FISC	12%	29%	59%
Qualité de la vie	QVIE	29%	12%	59%
Marché du travail	TRAV	35%	12%	53%
Réseaux de communication	COMM	31%	17%	51%
Proximité des concurrents	CONC	34%	26%	41%
Urbanisme et habitats locatif	URBA	43%	21%	36%
Potentiel économique	ECON	24%	55%	21%
Climat social	SOCI	27%	56%	17%
Efficacité des structures politiques et administratives	POLI	24%	65%	10%
Equipements publics (eau, électricité...)	INFR	43%	43%	14%
Transports (aéroport, route, voie ferrée...)	TRAN	50%	24%	26%
Capacités de recherche	RECH	52%	37%	10%
Potentiel culturel et loisir	CULT	55%	27%	19%
Coût d'implantation (immeubles, terrain...)	IMPL	62%	16%	22%
Coût de la vie	CVIE	62%	27%	12%
Système éducatif	EDUC	66%	23%	10%



Notre analyse nous permet d'identifier les forces et faiblesse de la place luxembourgeoise. Nous avons aussi identifié des facteurs moyens. Ces derniers peuvent être classifiés en "certains" (les professionnels semblent unanimes) et "potentiels" (les potentiels ne sont pas unanimes).

1. **La force de la place** est résumée par 5 facteurs principaux

- Proximité des autres acteurs
- Cadre réglementaire et fiscal
- Qualité de la vie
- Marché du travail
- Réseaux de communication

2. **La faiblesse de la place** est résumée par 7 facteurs principaux

- Equipements publics (eau, électricité...)
- Transports (aéroport, route, voie ferrée...)
- Capacités de recherche
- Potentiel culturel et loisir
- Coût d'implantation (immeubles, terrain...)
- Coût de la vie
- Système éducatif

3. **Les facteurs moyens certains**

- Proximité des concurrents
- Urbanisme et habitats locatif

#### 4. Les facteurs moyens potentiels

- Potentiel économique
- Climat social
- Efficacité des structures politiques et administratives

Il ressort de cette analyse que le premier facteur guidant l'attractivité luxembourgeoise est la proximité des autres acteurs. Ainsi, plus de 60% des professionnels la juge important. Il ne faut cependant pas négliger les 30% de professionnels la qualifiant de faible.

Le second facteur d'attractivité de la place est incontestablement le cadre réglementaire et fiscal. Ainsi, les quasi 60% des professionnels semblent guidés par les principales réalisations de la place luxembourgeoise en vue d'attirer les firmes de fonds. De fait, même s'il arrive, dans cette étude que ce facteur n'est pas cité, seulement environ 10% d'entre eux le jugent peu déterminante.

Par ailleurs, les professionnels paraissent satisfaits de la qualité de vie luxembourgeoise. Ainsi, c'est le troisième facteur d'attractivité classé par 59,3% des sondés. Cependant, contrairement au facteur précédent, la proportion des "sceptiques" est plus forte. Au Luxembourg, en effet, les libertés sont respectées, le système de santé est satisfaisant et l'économie solide.

Le rang obtenu par le marché du travail nous semble un peu problématique. Le Luxembourg a toujours souffert d'un manque de main-d'œuvre. Certainement que les 53,5% de personnes admettant que ce pays est attractif en termes de main-d'œuvre sont guidé par le fait que le Luxembourg étant quasiment au centre de l'Europe, la plupart des demandeurs d'emploi ne se sentent pas vraiment dépaysés en s'y installant. Il est ainsi question de transfrontaliers qui ont un poids important dans l'économie.

De plus, le Luxembourg semble fournir un bon réseau de communication selon les professionnels. Il est vrai que pour certains moyens tels que le téléphone mobile, les fournisseurs font généralement de meilleures offres (par exemple, la recharge du crédit d'appel d'un téléphone mobile est conservée plusieurs mois au lieu de quelques semaines en France). Cependant, nous ne pensons pas que les fournisseurs d'accès Internet ont acquis une meilleure compétitivité par rapport aux pays limitrophes.

Finalement, le dernier facteur édifiant la force luxembourgeoise est la proximité des concurrents. En vue de profiter de certaines économies d'échelle, les firmes de fonds paraissent satisfaites de leur activité. Dans l'industrie des fonds, tout comme d'autres secteurs à Luxembourg, la mobilité des employés est très importante. Cela est aussi influencé par l'attitude des professionnels à se réunir en association de métier (l'association des actuaires, l'association des auditeurs internes, l'association des analystes, la CFA Institute, etc.)

Les facteurs qui semblent ne pas trouver un écho auprès des professionnels luxembourgeois sont le système éducatif, les coûts d'implantation, les coûts de la vie, le potentiel culturel, les capacités de recherche et le transport. Au titre du système éducatif, 66,3% des professionnels pensent que le Luxembourg a beaucoup à faire. Il s'agit du point le plus faible de cette place financière. Par ailleurs les capacités de recherches sont aussi trop faibles. En effet, jusqu'à une date récente, le pays ne disposait ni d'université ni d'école de commerce. Depuis les autorités semblent vouloir pallier cela en donnant un véritable statut à l'Université, qui a cependant du mal à se développer.

Le second point faible de la place luxembourgeoise est le coût des implantations. Ainsi, plus de 61% des professionnels pensent que ce facteur inhibe l'attractivité luxembourgeoise. Il est certain que les locaux de travail sont à la fois trop chers et peu nombreux. Les autorités ont, d'ailleurs, entrepris de construire un nouveau site



industriel afin de désengorger la principale ville.

Dans des proportions similaires, les professionnels luxembourgeois trouvent le coût de la vie beaucoup trop prohibitif sur la place. Ils sont aussi 61,6% à penser cela. Additivement, le potentiel culturel, est aussi décrié par 54,7% des professionnels.

Finalement le transport est l'autre facteur pour lequel le Luxembourg doit s'améliorer selon la moitié des sondés. Il est vrai que de par sa situation géographique, le Luxembourg reste à distance appréciable de plusieurs grandes villes. Cependant il faut signaler les coûts assez élevés. C'est l'exemple du trajet Luxembourg Paris par avion. Aujourd'hui ce facteur devrait sensiblement s'améliorer avec l'ouverture du Train à Grande Vitesse entre les deux villes.

D'autres facteurs (efficacité des structures politiques et administratives, le climat social, le potentiel économique, le potentiel économique et les équipements publiques) n'ont été listés ni grandement comme facteurs à améliorer, ni grandement comme facteurs attractifs. Cependant, la force des professionnels les classant comme facteurs dopant l'attractivité de la place nous incite à formuler des recommandations pour l'amélioration de ces déterminants.

### **7.3.2 L'attractivité et la compétitivité de la place**

En début de chapitre, nous avons étudié de façon implicite la compétitivité des places financières sous les trois angles de la domiciliation, de la distribution et de la localisation du gérant. Pour conclure ce chapitre, nous analysons les réponses aux deux dernières questions (questions 15 et 16) de notre étude sur la compétitivité. Il a été demandé aux professionnels de se prononcer sur la compétitivité et l'attractivité. Au-delà de l'approche structurelle, l'autre enjeu de ces questions était de cerner la

compréhension de ces deux concepts par les professionnels. Soixante-quinze spécialistes ont participé à ces deux questions.

### **Question 15**

*Pensez-vous que le Luxembourg soit un centre financier attractif (de fonds) ?*

*Choisir entre "très attractive" (attractivité Importante), "plutôt attractive" (attractivité suffisante), ou "pas attractive"*

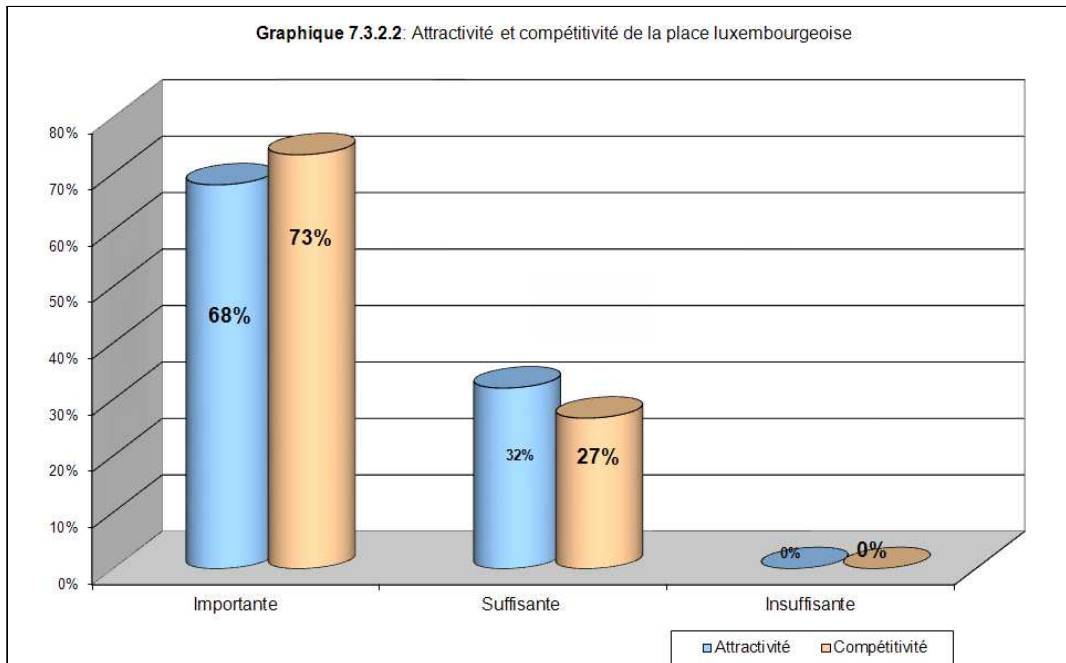
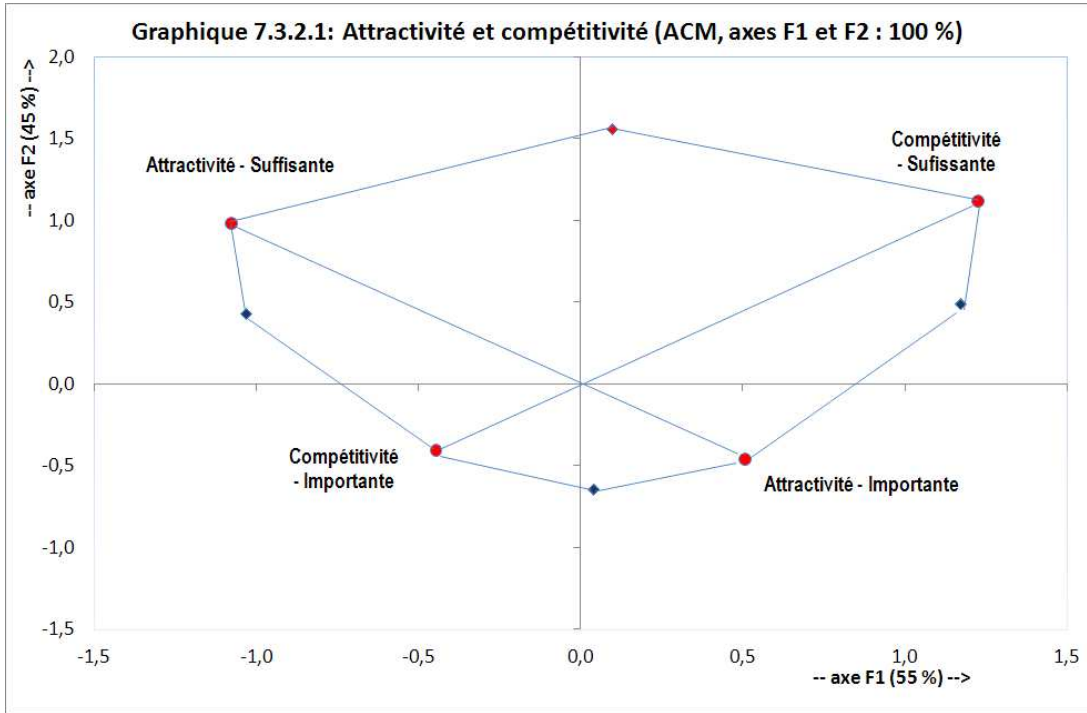
### **Question 16**

*Pensez-vous que le Luxembourg soit un centre financier compétitif (de fonds) ?*

*Choisir entre "très compétitive" (compétitivité importante), "plutôt compétitive" (compétitivité suffisante), ou "pas compétitive".*

En termes d'attractivité, l'on s'accorde à reconnaître la force du Luxembourg. Ainsi, 68% des sondés estiment que la place financière luxembourgeoise est très attractive. Quoique personne ne trouve qu'elle ne soit pas attractive, notons tout de même que 32% des professionnels lui reconnaissent une attractivité mesurée ou juste suffisante.

Pour ce qui est de la compétitivité, elle obtient de bien meilleurs résultats. En effet, 75% des sondés trouvent que la place luxembourgeoise est très compétitive. De façon analogue à l'attractivité, aucun professionnel ne trouve la place peu compétitive; même si 27% d'entre lui réduise le niveau de compétitivité.



De cette analyse nous remarquons une légère différence entre les résultats pour ces deux notions. De fait, il apparaît que 48% des professionnels trouvent la place luxembourgeoise à la fois compétitive et attractive. Par ailleurs, 25,3% la trouvent très compétitive et seulement juste attractive. Dans une proportion moindre, 20% des sondés pensent que la place est très attractive mais juste compétitive. Finalement, ils ne sont plus que 6,7% à la trouver autant juste compétitive que juste attractive.

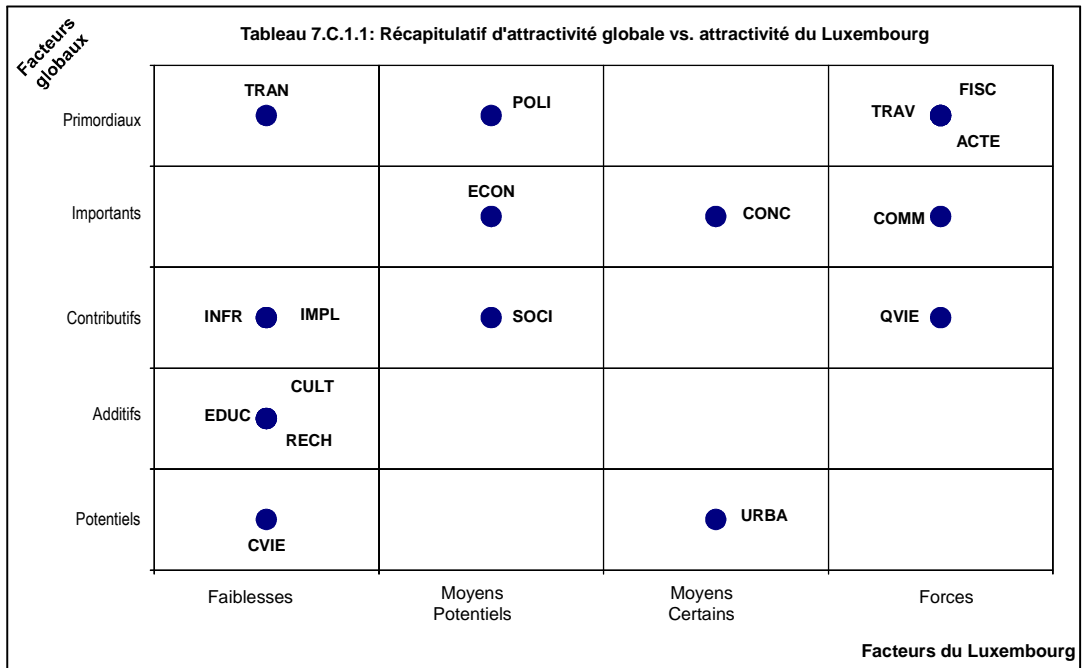
## Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons illustré que la compétitivité dans l'industrie des fonds d'investissement est généralement guidée par le cadre réglementaire et fiscal, le marché du travail, l'efficacité des structures politiques et administratives, la proximité des acteurs et des concurrents, les transports, le potentiel économique et les infrastructures de communication.

Le tableau récapitulatif suivant indique les forces et faiblesses du Luxembourg comparé à l'importance du facteur dans l'attractivité de la place. Ainsi, il apparaît que le principal effort doit se concentrer sur le transport, les infrastructures et la disponibilité de loyers commerciaux. Par ailleurs, la place financière devrait aussi améliorer certains éléments additifs tels que les activités culturelles, l'éducation et la recherche.

La force des résultats de notre enquête statistique est le fait qu'ils ne prennent en compte que les aspirations des professionnels de l'industrie. Quoique certaines insuffisances puissent exister, nous concluons à la robustesse de notre analyse. D'autres résultats ou interprétations pourraient être trouvés ; les différences seront le fait de la population d'étude et du cadre d'analyse. En effet, notre analyse est essentiellement sujette aux comportements des professionnels de fonds exerçant sur la place luxembourgeoise.

Nous sommes conscients que les attentes de cette place pourraient diverger avec celles de professionnels d'autres places. Par ailleurs, il reste évident que si la population statistique est élargie à d'autres professionnels, les réponses seront bien différentes. Nous retenons la robustesse de notre étude compte tenu de la forte internationalisation de la place luxembourgeoise.



## Chapitre 8

# FONDS D'INVESTISSEMENT ET ÉCONOMIE LUXEMBOURGEOISE

## Introduction

Une analyse succincte montre que la plupart des professionnels financiers intervenant sur la place luxembourgeoise sont des filiales de multinationales ou des holdings internationales. Du fait de ses efforts de développement, le Luxembourg a, au fil des années, attiré de plus en plus d'investisseurs étrangers. Toutefois, une analyse des Investissement Directs Etrangers (IDE) reste relativement difficile pour trois raisons principales.

Dans un premier temps, l'économie luxembourgeoise a longuement été accolée à la Belgique. Les premières tentatives de dissociation des deux pays de la part des fournisseurs institutionnels de données ont commencées après 1995. Il est donc techniquement difficile d'obtenir des séries longues pour une étude économétrique robuste.

La seconde contrainte vient des spécificités intrinsèques du pays. En effet, une particularité majeure du Luxembourg reste son "secret bancaire". Cela a lourdement influencé la collecte d'informations statistiques. Une autre spécificité réside dans l'ouverture et la petitesse de l'économie. De fait, il faut rester prudent lors d'une analyse des indicateurs macroéconomiques (exemple du produit intérieur brut par habitant).

Finalement, pour ce qui est de l'industrie des fonds d'investissement, elle s'est

globalement développée en parallèle avec l'industrie bancaire. Les plus importantes sociétés de gestion à voir le jour sont des filiales de banques intervenant déjà sur la place. Au départ, la gestion d'actifs était une activité connexe de l'activité bancaire (généralement liée au *private banking*). Par la suite, une succession de lois est intervenue pour dissocier complètement la gestion d'actifs du secteur bancaire. Cette interconnexion entre sociétés de gestion et banques rend malheureusement difficile une étude séparée des investissements directs étrangers dans l'industrie des fonds.

Dans ce chapitre, pour les besoins de l'analyse, il est convenu d'opter pour une étude de l'attractivité par une analyse implicite des investissements directs étrangers. En effet, une analyse de la compétitivité des nations, d'où la concurrence pour capter et fixer les capitaux étrangers, nécessite un suivi des flux d'investissements directs étrangers comme élément primordial de comparaison de l'attractivité du territoire.

Si les deux précédents chapitres analysaient le point de vue des entreprises et des professionnels, ce dernier chapitre se concentrera sur l'intérêt de l'industrie dans l'économie luxembourgeoise (point de vue politique et économique). Le but de ce chapitre est d'analyser toute la chaîne de valeurs de l'industrie luxembourgeoise des fonds. Après une analyse des éléments théorique des IDE, une section étudiera les principaux acteurs de la place luxembourgeoise suivie par la recherche d'interaction avec l'extérieur. Finalement, la question de différents déterminants d'attractivité dans l'industrie des fonds est abordée.



## 8.1 Quelques éléments théoriques sur les IDE

### 8.1.1 Des définitions

Les concepts de mondialisation, d'échanges, de développement économique et de firmes multinationales, en vogue depuis plusieurs décennies, ont contribué à l'essor des investissements directs étrangers ([BLON05]). Récemment l'attractivité et la compétitivité des nations ont apporté un éclairage nouveau à l'analyse des IDE.

Michalet, dans son analyse sur les stratégies d'attractivité des nations, [MICH99], conclut que, pour une économie, la recherche d'attractivité équivaut à s'ouvrir aux investisseurs étrangers; ce qui, pour cette économie, devrait induire des créations d'emplois, un transfert de technologie dans l'organisation et les méthodes de production, la modernisation de la gestion des entreprises et une stimulation de l'esprit d'innovation par l'intensification de la concurrence. Pour les entreprises, cela se traduirait par un accroissement de leur valeur ajoutée, un accès aux marchés étrangers et une introduction de nouveaux produits.

Durant les récentes décennies les stocks mondiaux d'IDE ont considérablement augmenté. Cette croissance a été stimulée par un accroissement de l'activité des firmes multinationales. De plus, elle a été aidée par environnement économique mondial de plus en plus libéral et une littérature économique vantant les mérites de l'investissement direct étranger.

Devant cette croissance de l'intérêt pour les investissements directs étrangers et dans une intention de comparaison internationale, plusieurs organismes internationaux ([FOND93], [OCDE05]) ont entrepris une définition du concept. L'investissement direct étranger "*traduit l'objectif d'une entité résidant dans une économie – investisseur direct – d'acquérir un intérêt durable dans une entité résidant dans une*

*économie autre que celle de l'investisseur – entreprise d'investissement direct. La notion d'intérêt durable implique l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise et l'exercice d'une influence notable sur la gestion de l'entreprise. L'investissement direct comprend à la fois les opérations initiales entre les deux entités et toutes les transactions ultérieures en capital entre elles et entre les entreprises affiliées, qu'elles soient ou non constituées en société*"[OCDE05].

Il est communément admis qu'une relation d'investissement direct est supposée établie dès lors que l'investisseur détient au moins 10 % des droits de vote lors des assemblées générales de l'entreprise investie ou à défaut 10 % du capital social. A la satisfaction de cette exigence, on parlera d'entreprises apparentées ou affiliées pour désigner l'entreprise "investisseuse" et l'entreprise "investie". A ce stade, toutes les opérations financières (prêts et emprunts, flux de trésorerie) entre les deux entités sont alors enregistrées en investissements directs.

Boccara dans son analyse de l'attractivité dans la globalisation, [BOCC04], ventile les flux d'investissements directs en trois catégories selon leur nature :

1. **Les opérations en capital social** comprennent les créations, acquisitions et extensions d'entreprises réalisées sous forme d'acquisition d'actions, de titres de participation ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, les prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire, les investissements immobiliers.
2. **Les bénéfices réinvestis** qui correspondent aux résultats nets des entreprises investies au cours d'un exercice comptable diminués des dividendes versés à la maison mère au cours du même exercice.
3. **Les autres opérations** regroupant toutes les opérations de prêts, avances, dépôts, à court et long terme, y compris les crédits commerciaux (crédits fournisseurs), et les opérations sur titres ne figurant pas parmi les opérations en

capital (achats de titres obligataires ...) entre sociétés affiliées, c'est-à-dire entre les investisseurs directs et leurs filiales et succursales, à l'exception des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers (enregistrés avec les "autres investissements").

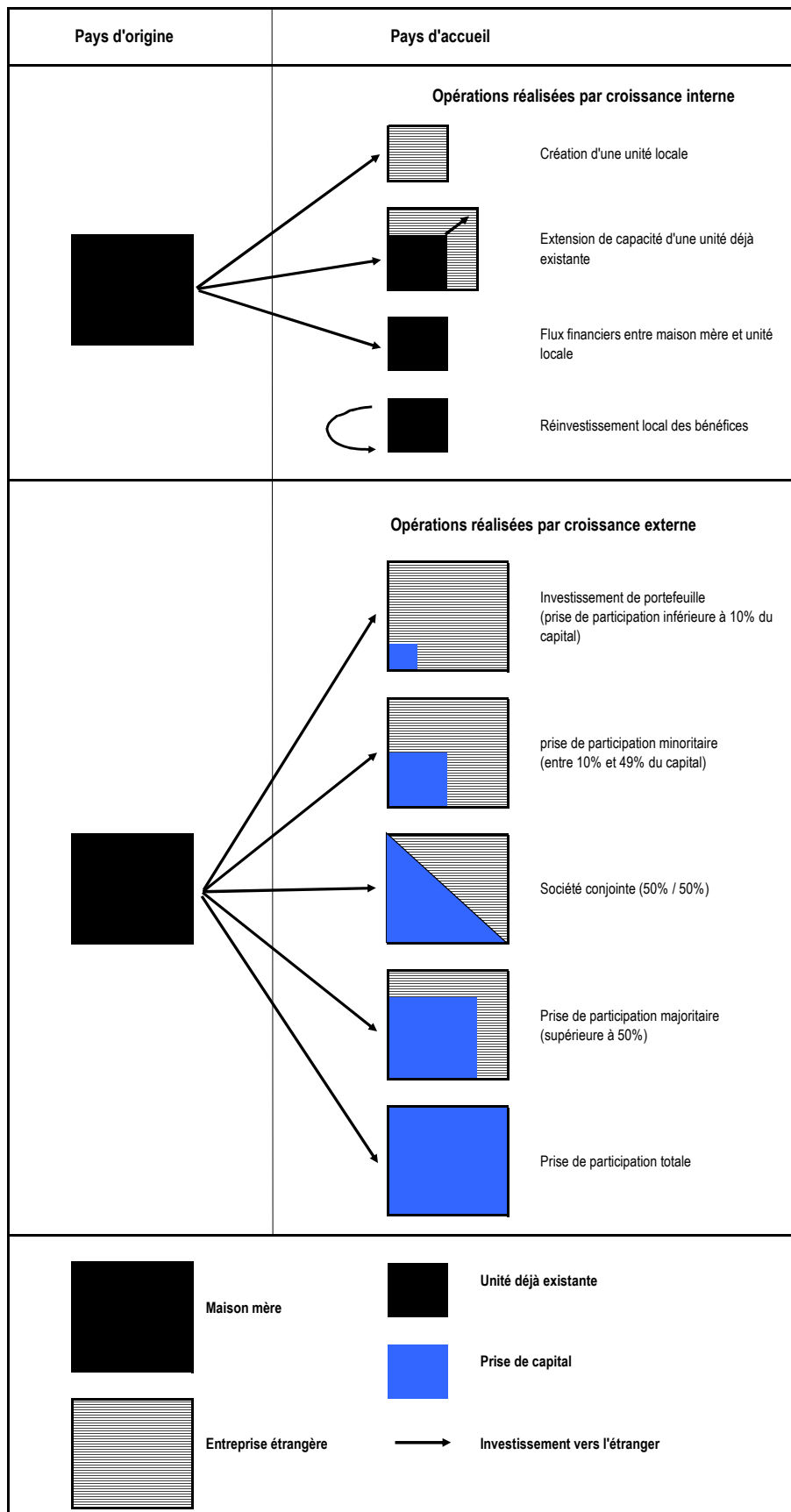
Bost dans son essai cartographique des IDE, [BOST04], en donne une schématisation très simple. Pour lui, les IDE peuvent se regrouper en deux grands types d'opérations (confère schéma illustration ci-après).

1. **Les opérations réalisées par croissance interne** au sein d'une même firme transnationale entre la maison mère et ses différents établissements implantés à l'étranger. Ces opérations les plus courantes se décomposent en quatre sous-catégories ;
2. **Les opérations réalisées par croissance externe** (à condition de respecter la règle des 10% du capital de l'entreprise investie, sinon on parlera plutôt d'**investissement en portefeuille**). Là aussi, se déclinent quatre sous-catégories.

Par ailleurs, selon le schéma d'investissement et les raisons, la littérature distingue les IDE horizontaux des IDE verticaux. Dans le premier cas on parlera de stratégies de conquête de marchés locaux alors que le second cas correspond à une division internationale des processus de production.

Généralement, une firme multinationale étudiera sa décision d'investissement dès lors que les avantages à s'implanter à proximité des consommateurs sont élevés si on les compare à ceux liés à la concentration des activités. Dans ce cas, on parle d'IDE de type horizontal. Cette stratégie permet entre autre de servir les marchés locaux en réalisant des économies d'échelle. Hanson *et al.*, [HANS03], qualifient de vertical tout investissement à l'étranger dès lors que l'objectif est de profiter des coûts de facteurs de production.

Tableau 8.1.1.1: Les différentes formes d'investissements directs vers l'étranger [BOS04]



Dans le cadre d'IDE verticaux, la notion d'avantage comparatif apparaît dans les choix de localisation. Assez largement connu sous le terme de "délocalisation", [LEAM96], Feenstra, [FEEN98], utilise le vocable de "désintégration de la production" là où Krugman ([KRUG96]) préfère "la segmentation de la chaîne de valeur".

Brainard, [BRAS93], utilise la proportion de facteurs pour distinguer un investissement horizontal d'un investissement vertical. Cette méthodologie est basée sur les estimations de flux du commerce international. Lankes et Venables ([LANK97]) aborde le problème du point de vue de la distribution géographique des ventes des filiales étrangères. Pour Markusen ([MARK95]), dès lors qu'il y a une séparation ou une segmentation géographique du processus de production, on parlera d'IDE vertical.

Ces différentes définitions semblent être complémentaires. Cependant, elles n'établissent pas une séparation claire entre les IDE verticaux et horizontaux. Par exemple, la création d'une filiale de production par une multinationale dans un pays donné pour bénéficier de son avantage comparatif peut aussi se traduire par l'approvisionnement du marché local. Dans un tel cas de figure, l'investissement étranger est à la fois horizontal et vertical ([YEAP03]) ; à juste titre, Mucchielli et Mayer [MUMA05] proposent plutôt de faire une distinction entre un bien intermédiaire et un bien final.

### 8.1.2 Les déterminants théoriques

Si les investissements directs étrangers jouissent d'une littérature relativement abondante suivant l'importance de ces investissements dans les économies, il n'existe pas vraiment de cadre théorique unifié permettant de comprendre les déterminants des IDE. Ces déterminants sont des éléments avec des effets significatifs sur lesquels les pays devraient agir quand ils veulent mettre en place des politiques d'attractivité.

Les analyses empiriques, assez souvent peu robustes, sur les déterminants des IDE ont tendance à lister une panoplie de variables. Ces difficultés d'estimation sont généralement dues au caractère dynamique des IDE, de la variable expliquée ([HANS01]) ou des variables explicatives telles que la fiscalité et l'environnement institutionnel ([CHAK01]). La taille du marché, les facteurs macroéconomiques et le stock de capital sont les déterminants les plus cités dans la littérature ([CHAK01], [LIPS99], [LOVE00], [OBWO01], [TUMA99]).

Une importante tentative de regroupement des déterminants des IDE est l'œuvre de Helpman ([HELA06]). Cet auteur rassemble plusieurs travaux théoriques aidant à appréhender les déterminants d'IDE. Il prend en considération le choix d'organisation des firmes multinationales et les caractéristiques des secteurs et des contrats d'exploitation, notamment en réponse à la qualité institutionnelle et aux opportunités offertes par le pays hôte. Il semblerait toutefois qu'aucun consensus n'ait été encore trouvé pour ce qui est des variables explicatives ([BLON05], [CHAK01], [LIME01]).

Alaya et al, dans leur analyse des politiques d'attractivité des IDE dans les pays du Sud-Est de la Méditerranée [ALAY07], font une classification des déterminants des IDE en trois sections : les **éléments industriels** (coûts de transport, coûts d'implantation, coûts salariaux, avantages technologiques, agglomérations d'activités); les **éléments commerciaux** (taille du marché, proximité de la demande, barrières

à l'échange) et les **éléments institutionnels** (politique fiscale ou commerciale, dispositions législatives en matière de rapatriement des capitaux ou de mouvement de capitaux, risque pays, appartenance à une zone d'intégration). Ces divers éléments pourraient expliquer le volume des flux d'IDE à destination d'un pays.

Au-delà des considérations globales, les résultats de l'enquête statistique auprès des professionnels luxembourgeois (chapitres 6 et 7) donnent une idée claire des déterminants d'IDE dans l'industrie des fonds d'investissement. Il est possible d'établir une typologie des déterminants d'IDE :

- Les **déterminants primaires** : Le cadre réglementaire et fiscal, le marché du travail, l'efficacité des structures politiques et administratives, la proximité des acteurs (concurrents, banques, assurances et investisseurs privés) et le transport.

- Les **déterminants secondaires** : le potentiel économique, le réseau de communication, les coûts d'implantation (exemple de l'immobilier), la qualité de vie, le climat social, le potentiel culturel et les équipements publics (eau, électricité gaz...);

- Les **déterminants tertiaires** : la capacité de recherche, le système éducatif, le coût de la vie, l'urbanisation et l'habitat locatif.

Le chapitre utilisera prioritairement cette classification.

### 8.1.3 Une mesure des investissements directs étrangers

Autant la définition et le cadre d'analyse des IDE ne semblent pas simples, autant leur mesure reste difficile. Plusieurs études économétriques et théoriques ont tenté de cerner les IDE dans le cadre d'une comparaison internationale. Cependant, par rapport aux autres indicateurs d'attractivité, les investissements directs étrangers ont l'avantage d'être recensés suivant une méthodologie internationale unique (suivant la définition [FOND93], [OCDE05]).

La tentative de mesure que nous privilégions est celle de la Banque de France. En effet, la Banque, [BOCC04], estime que la notion d'IDE est à la fois plus large que celle de contrôle car elle inclurait des participations sans contrôle ; et plus étroite, car elle mesure uniquement la partie transfrontalière des flux en question, excluant donc, en principe, les flux d'investissements réalisés entre deux entreprises résidentes.

La mesure proposée par la Banque de France prend en compte l'effet de taille et de l'impact des grandes opérations de fusion-acquisition. L'attractivité d'un pays est donc évaluée par un ratio calculé pour une période donnée :

$$\frac{\text{Moyenne des ID entrants dans le secteur}}{\text{Moyenne du PIB de l'ensemble de la branche}}$$

La première contrepartie identifiée sert de cadre d'allocation pour la ventilation géographique des flux. Par exemple, l'investissement au Luxembourg par la filiale suisse d'une entreprise française est considéré comme un investissement direct de la Suisse au Luxembourg.

Quant à la ventilation sectorielle, la Banque ne prend en compte que la société résidente (investisseuse ou investie) dans son activité. Ainsi, celle de la société étrangère, évidemment moins connue, n'est pas utilisée.



## 8.2 Une approche empirique

### 8.2.1 Les sources de données

Pour ce chapitre, plusieurs sources de données ont été utilisées. Il s'agit aussi bien de sources publiques que commerciales. Pour ce qui est des bases publiques, quatre bases ont été utilisées.

Le régulateur luxembourgeois, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) publie plusieurs informations sur l'activité financière luxembourgeoise en général, et plus particulièrement sur les fonds d'investissement. Les statistiques de la CSSF sont soit disponibles sur son site, soit sur celui de la Bourse de Luxembourg<sup>1</sup> ou de Finesti<sup>2</sup>. Ces statistiques peuvent aussi se retrouver auprès d'institutions tierces telles que la Banque Centrale Européenne.

La Banque Centrale de Luxembourg offre des informations économiques et financières plus importantes. Il s'agit notamment de tous les dérivés de la balance des paiements.

L'institut national de la statistique et des études économiques, le Statec, est l'office luxembourgeois des statistiques. Sur la base d'un échantillon de plus de neuf cent entreprises (banques, assurances et autres), le Statec conduit périodiquement une enquête sur les investissements directs étrangers au Luxembourg. Les IDE utilisés dans cet article proviennent de cet institut.

Eurostat, l'office statistique des communautés européennes, est notre principale source de données. Y sont extraites, la quasi-totalité des variables explicatives de ce chapitre.

---

<sup>1</sup> *www.bourse.lu*

<sup>2</sup> *www.finesti.lu*

Lipper FMI est une base de données commerciale qui fait des estimations sur les statistiques de collectes et d'encours des fonds européens. Cette base propose une répartition de ces variables par pays. La règle utilisée pour qu'un fonds soit considéré comme étant vendu sur un marché déterminé est qu'au moins 80% de ses encours proviennent du pays donné. La détection de l'origine des fonds est laissée à l'appréciation du promoteur dudit fonds. Dans le cas où le fonds ne peut prouver que plus de 80% de ses actifs proviennent d'un pays donné, le fonds est dit "international". A souligner que les statistiques détenues par Lipper FMI sont des estimations d'une partie de l'activité des fonds de la partie I de la loi de 2002 (par exemple les mandats de gestion sont exclus et les fonds alternatifs ne sont que partiellement couverts).

Les bases Morningstar et Lipper for Investment Management (LIM) donnent plusieurs informations sur les fonds d'investissement, il s'agit notamment des performances et autres éléments de risque. Ces bases ayant une couverture intéressante de l'activité, elles permettent de cerner beaucoup plus facilement l'activité.

Finalement, la dernière source d'information concerne essentiellement quelques analyses de situation. Il s'agit notamment de PricewaterhouseCoopers Luxembourg qui publie plusieurs essais sur le sujet. Certains organismes (Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement, Luxembourg For Finance, Codeplafi . . . ) sont aussi actifs dans le domaine.

**Tableau 8.2.1.1: Liste des variables**

<b>Variables</b>	<b>Codes</b>	<b>Libellés</b>	<b>Unités</b>
Y	LBIDEE	Stocks d'investissements directs de l'étranger au Luxembourg (Branche Banques)	Millions d'Euro
Y	LBIDES	Stocks d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger (Branche Banques)	Millions d'Euro
X1	LBRESN	Résultats nets (proportionnels à la part étrangère) pour les banques investies	Millions d'Euro
X2	LBDIVN	Dividendes versées à l'étranger (proportionnels à la part étrangère) pour les banques investies	Millions d'Euro
X3	LBENR	Bénéfices réinvestis (proportionnels à la part étrangère) pour les banques investies	Millions d'Euro
X4	LOACTI	Actifs nets des OPC Luxembourgeois	Millions d'Euro
X5	LOSUS	Emission nette d'OPC Luxembourgeois	Millions d'Euro
X6	LOREVN	Estimation du revenu généré par l'activité OPC au Luxembourg	Millions d'Euro
X7	LOVALA	Estimation de la valeurs ajoutée par l'activité OPC au Luxembourg	Millions d'Euro
X8	LORFIS	Estimation de la contribution des OPC aux recettes fiscales luxembourgeoises	Millions d'Euro
X9	LOEMPL	Estimation du personnel travaillant pour l'industrie des fonds	Unités
X10	LOTPC	Nombre total d'OPC Luxembourgeois	Unités
X11	LONPC	Nombre de nouvelles inscriptions sur la liste d'OPC Luxembourgeois	Unités
X12	LOSPC	Nombre de retrait de la liste des OPC Luxembourgeois	Unités

### 8.2.2 Le modèle d'analyse

Dans le cas présent, vu que nous sommes à la recherche de déterminants pour l'industrie des fonds d'investissement d'un pays donné, la seule interaction avec l'extérieur étant les investissements directs étrangers (séries temporelles), nous préférons un modèle linéaire pour des estimations en moindres carrés ordinaires.

Nous estimerons un modèle qui utilisera le logarithme des valeurs. Ce choix de la forme  $\ln(1 + IDE_t)$  est en accord avec les conclusions de Eichengreen et Irwin ([EICH95]). En effet, cela permet d'éliminer les problèmes de spécification logarithmique. Ainsi, les coefficients pourraient être considérés comme des élasticités.

$$\ln(1 + IDE_t) = \alpha + \sum_k \alpha_k \ln(X_{kt}) + \sum_j \alpha_j X_{jt} + \mu_t \quad (8.1)$$

**La variable expliquée** est la série des investissements directs étrangers au Luxembourg

- Stocks d'investissements directs de l'étranger au Luxembourg (Branche Banques)
- Stocks d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger (Branche Banques)

**Les variables explicatives** sont (confère tableau ci-dessous) :

- Quelques statistiques sur le domaine bancaire.
- Quelques statistiques sur l'économie des OPC

Tableau 8.2.2.1: Analyse de corrélation des variables

	LBIDEE	LBIDES	LBRESN	LBDIVN	LBENR	LOACTI	LOSUS	LOREVN	LOVALA	LORFIS	LOEMPL	LOTPC	LONPC	LOSPC
LBIDEE	1,0000													
LBIDES	0,9626	1,0000												
LBRESN	0,9825	0,9505	1,0000											
LBDIVN	0,8827	0,8686	0,8750	1,0000										
LBENR	0,8845	0,8397	0,9115	0,6090	1,0000									
LOACTI	0,9456	0,9576	0,9215	0,8487	0,8186	1,0000								
LOSUS	0,6008	0,6686	0,5974	0,6001	0,4771	0,7886	1,0000							
LOREVN	0,9505	0,9195	0,9323	0,8973	0,7903	0,9564	0,6539	1,0000						
LOVALA	0,9607	0,9411	0,9526	0,9066	0,8128	0,9578	0,6484	0,9943	1,0000					
LORFIS	0,9683	0,9384	0,9472	0,9170	0,8005	0,9629	0,6563	0,9956	0,9938	1,0000				
LOEMPL	0,7611	0,8315	0,7517	0,7204	0,6444	0,8268	0,5799	0,8435	0,8504	0,8197	1,0000			
LOTPC	0,9328	0,9569	0,9274	0,9095	0,7793	0,8874	0,5418	0,9000	0,9231	0,9208	0,8176	1,0000		
LONPC	0,6812	0,7793	0,6772	0,7860	0,4865	0,7165	0,4638	0,7463	0,7609	0,7474	0,8644	0,8757	1,0000	
LOSPC	0,5643	0,6019	0,6393	0,4442	0,6474	0,5136	0,3364	0,5116	0,5277	0,5114	0,4464	0,5664	0,4354	1,0000

Tableau 8.2.2.2: Meilleures estimations des IDE entrants dans le secteur bancaire Luxembourgeois

Constante	3.27	2.85	2.98	3.15	3.08	0.33	4.45	0.71	5.08	-0.08	0.48	3.28	2.52	2.63	4.78	6.82	5.06	4.63	5.22	0.02	-0.68	2.08	7.98	0.03	1.02	2.16	3.13	1.80	2.58	
LBDIVN	0.57	0.56	0.53	0.61	0.46	0.21	0.01	0.07	-0.03	0.71	0.13	0.88	0.16	0.10	0.07	-0.06	0.03	-0.02	-0.04	0.21	0.68	0.09	0.01	0.24	-0.09	0.05	-0.08	0.89	0.11	
LBENR	0.33	0.32	0.32	0.33	0.25																									
LOACTI						0.61	0.11	0.32																						
LOSUS	0.00					-0.11			-0.02	0.02	0.04	0.03	-0.01	0.00	-0.01															
LORFIS						0.59			0.79							0.84	0.77	0.71	0.87											
LOEMPL		0.06								0.47						-0.20				0.02	0.41	0.08	-0.39							
LOTPC			0.09					0.56												1.07					0.97	0.65	0.17	0.50		
LONPC				-0.03								-0.02						-0.08							0.97	0.65	0.17	0.50	-0.07	-0.01
LOSPC																		0.15			0.29			0.12				0.35		
LOREVN												0.76													0.56					
LBRESN					0.19									0.80								0.79				0.75				0.81
LOVALA															0.61				-0.09				0.74				0.47			
R2	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.96	0.94	0.94	0.94	0.81	0.89	0.79	0.91	0.97	0.92	0.94	0.94	0.94	0.94	0.88	0.84	0.97	0.93	0.88	0.94	0.97	0.94	0.82	0.97	
Proba (F)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

Constante	3.00	4.35	2.56	5.85	3.19	5.04	3.38	2.97	2.30	4.92	6.32	3.34	2.64	4.97	5.00	5.01	1.51	4.49	0.91	1.98	2.09	3.41	2.62	5.01	3.46	3.04	5.08	2.64	4.83
LBDIVN	0.05	0.09	0.01	0.06	0.02																								
LBENR						0.18	0.20	0.20	-0.02	0.18	0.47	0.21	-0.04	0.18	0.18	0.18	0.24	0.42	0.41	-0.03	-0.00	0.21	-0.03	0.18	0.22	-0.01	0.19	0.02	0.18
LOACTI						-0.01	0.41	0.39	0.15																				
LOSUS										-0.01	0.07	-0.00	0.00	-0.00															
LORFIS						0.56				0.57					0.56	0.55													
LOEMPL							-0.06											-0.03	0.10	0.64	0.09								
LOTPC																	0.90					0.22							
LONPC														-0.02				0.23				0.02	0.01	-0.02					
LOSPC	-0.16	0.13						0.01			-0.04					-0.01			-0.05						-0.02	-0.17	-0.03		
LOREVN			0.24	-0.36							0.62											0.59		0.61			0.25	0.06	
LBRESN	0.90		0.66		0.65				0.69			0.93									0.90	0.76		0.92		0.97		0.62	
LOVALA		0.55		0.86	0.17								0.48										0.49			0.47		0.42	
R2	0.97	0.93	0.97	0.93	0.97	0.93	0.93	0.98	0.97	0.82	0.95	0.97	0.95	0.97	0.97	0.93	0.87	0.85	0.97	0.97	0.95	0.97	0.95	0.97	0.95	0.97	0.95	0.97	0.95
Proba (F)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Constante	3.35	-0.04	0.13	0.12	0.55	4.49	4.05	2.70	2.88	0.50	1.80	2.34	2.34	2.55	3.39	4.99	1.02	-0.65	4.49	2.12	7.94	0.20	1.10	2.15	3.12	2.64	2.80	5.07	2.26
LBDIVN																													
LBENR	0.02																												
LOACTI		0.57	0.77	0.70	0.64	0.11	0.58	0.56	0.18	0.32	0.52	0.25	0.16	0.13															
LOSUS		-0.09	-0.12	-0.11	-0.11										-0.01	-0.02	0.05	0.08	-0.01	0.00	-0.01	0.04	-0.00	0.01	-0.00	-0.01	0.01	-0.01	-0.01
LORFIS					0.71										0.57	0.88													
LOEMPL						-0.27	-0.14	-0.08										-0.13	0.99	-0.27	0.09	-0.39							
LOTPC		0.32							0.60						0.37		1.30					1.19	0.58	0.22	0.44				
LONPC			-0.06			0.07				-0.01	-0.05	-0.01					0.10									-0.05	0.02	-0.09	
LOSPC				0.11				0.17	0.07	0.17												0.07							0.17
LOREVN					0.12						0.54										0.99				0.93				0.84
LBRESN	0.62								0.66				0.67	0.63							0.85			0.74			0.86		
LOVALA	0.19					-0.09							0.05		-0.10						0.76				0.45			0.71	
R2	0.97	0.96	0.95	0.95	0.95	0.94	0.90	0.90	0.98	0.94	0.90	0.92	0.98	0.98	0.95	0.94	0.88	0.62	0.91	0.97	0.93	0.88	0.93	0.97	0.94	0.91	0.97	0.93	0.91
Proba (F)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Constante	3.14	4.57	2.50	5.96	3.23	5.82	8.64	6.92	0.24	3.20	3.29	5.16	4.55	-0.39	1.97	-4.00	4.85	1.92	7.78	-3.26	0.38	-0.07	3.02	2.84	3.12	2.54	3.32	5.48	
LBDIVN																													
LBENR																													
LOACTI																													
LOSUS	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.00																								
LORFIS						0.80	1.97	0.64	0.41	0.26	0.77	0.78	0.91																
LOEMPL						-0.09	0.08	-0.24						-0.00	0.02	1.18	-0.31	0.12	-0.36										
LOTPC								1.17	0.07	0.41				1.30	0.21							2.06	0.77	1.24	0.41	0.46			
LONPC						-0.05			-0.35								0.03	0.02	-0.01	-0.02	-0.45	-0.17	-0.37			0.02	-0.03	-0.03	
LOSPC	-0.17	0.13											0.16	0.08			0.44				0.00		0.08		-0.17			0.12	
LOREVN			0.25	-0.36			-1.53										0.97							0.08		0.27		-0.30	
LBRESN	0.94		0.66		0.65				0.55					0.76				0.85			0.57			0.08	0.93	0.66	0.64		
LOVALA		0.62		0.90	0.18			0.15		-0.21	0.01	-0.19						0.75				0.34	0.44	0.38		0.21	0.82		
R2	0.97	0.93	0.97	0.93	0.97	0.94	0.96	0.94	0.99	0.98	0.95	0.94	0.95	0.87	0.97	0.64	0.91	0.97	0.93	0.95	0.97	0.99	0.94	0.94	0.97	0.97	0.97	0.93	0.93
Proba (F)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Significatif au seuil de 5%

NB: Meilleurs triplets de variables explicatives.

Tableau 8.2.2.3: Meilleures estimations des IDE sortant du le secteur bancaire Luxembourgeois

Constante	-3.77	-3.98	-6.23	-5.34	-5.16	0.02	-0.22	-5.62	0.17	-2.04	-2.82	-0.49	-12.62	-4.25	-12.40	-10.27	-3.65	-3.53	-0.29	-4.49	-2.18	-4.36	5.55	-2.89	-6.81	-4.68	0.23	0.31
LBDIVN	1.03	0.54	0.43	0.11	0.30	0.10	0.15	0.16	-0.13	0.14	0.05	0.13	0.02	0.23	-0.05	0.05	0.21	-0.13	0.01	0.31	0.21	0.16	0.10	0.09	0.07	0.17	0.27	0.55
LBENR	0.48	0.18																							0.07	0.17	0.27	0.55
LOACTI			0.87	0.53	0.73																				1.08	0.81		
LOSUS						0.05	0.05																		-0.11		0.06	0.12
LORFIS			-0.13			1.09		0.91	1.13	1.03	0.46	0.21															0.86	
LOEMPL								0.67					0.51	0.46														
LOTPC													2.06			2.99	2.20											
LONPC									0.26						-0.34		0.24	0.37	0.20									0.57
LOSPC	0.14									0.46						0.25				0.06	0.42							
LOREVN																1.08						0.32	-2.22			0.04		
LBRESN		0.84		0.65							0.94							1.29		1.24			1.08	0.91				
LOVALA					0.11	0.92					0.82		0.82						0.94		0.87		2.62	0.40				
R2	0.97	0.97	0.94	0.98	0.93	0.94	0.92	0.94	0.94	0.94	0.98	0.94	0.88	0.93	0.95	0.88	0.91	0.97	0.93	0.97	0.93	0.97	0.93	0.97	0.96	0.95	0.97	0.88
Proba (F)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Constante	1.37	-3.58	0.20	-2.83	-0.17	-3.28	-12.76	-10.39	-9.41	-8.46	-7.80	-0.22	-3.54	-4.62	-4.49	-2.87	-8.54	-8.74	-7.43	-4.55	-4.31	-8.46	-3.22	-8.19	-6.03	-4.95	-4.33	-6.38
LBDIVN																												
LBENR	0.64	-0.10	0.25	-0.03	0.24	0.59	0.49	-0.10	0.20	0.24	0.07	0.63	0.05	-0.17	-0.08	-0.04												
LOACTI																	1.36	0.56	1.17	0.76	0.75	0.52	0.87	0.90	0.68	0.93	0.72	0.89
LOSUS	0.18	0.08	0.07														-0.15	-0.01	-0.12									
LORFIS				0.47	0.51												-0.22			0.10	-0.53							
LOEMPL						0.41	1.67	0.88															-0.03	-0.26	0.45	0.28		
LOTPC								2.20	1.91	1.42									1.21			1.27						
LONPC						0.54			-0.12		0.66	0.36								0.25			0.32			0.28	0.23	
LOSPC	0.23						0.21			0.05	-0.00		0.02															0.41
LOREVN													0.35											-0.06		-0.16		0.01
LBRESN		1.50		1.00				1.32			0.57		1.15	1.71	1.29	1.01												
LOVALA			0.77		0.43											0.41			-0.01		0.73				0.26		0.15	
R2	0.82	0.97	0.95	0.98	0.97	0.87	0.85	0.97	0.96	0.94	0.97	0.87	0.97	0.97	0.97	0.96	0.96	0.95	0.94	0.94	0.95	0.94	0.90	0.93	0.94	0.92	0.94	0.93
Proba (F)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Constante	-5.94	0.10	0.23	-9.64	-2.40	-0.45	0.08	-3.14	-2.63	1.76	-9.12	-4.33	-6.59	-0.25	-2.84	-1.52	-2.62	-9.95	-7.62	-4.28	-0.04	-10.26	-10.61	-10.32	-7.55	-7.94	-3.66	-3.78
LBDIVN																												
LBENR																												
LOACTI	0.63																											
LOSUS		0.05	0.05	0.11	0.05	0.19	0.06	0.08																				
LORFIS		0.97	0.21						1.01	4.80	0.16	0.79	0.12	0.48	0.56	0.55	0.30											
LOEMPL				0.22	0.35				0.33	1.52	0.81	0.57						0.20	0.15	0.14	-0.03	0.92	0.98	0.92				
LOTPC				1.98								1.48						1.65	1.46						1.25	1.35		
LONPC		0.25				0.68	0.21		0.17					0.21						0.26	0.21			0.03		0.34	0.33	
LOSPC					0.74		0.01								0.16	0.42						0.02			0.04	-0.03		
LOREVN										-4.88								0.43		1.18			-0.09				0.07	
LBRESN	0.82							1.34			1.03				0.80		0.91					1.17	1.24	1.18	0.74	0.69	1.24	1.17
LOVALA	-0.18		0.83		0.91	0.86					0.24	0.35	0.53		0.52	0.18			0.42		0.95			-0.01				
R2	0.98	0.94	0.94	0.88	0.93	0.63	0.93	0.97	0.94	0.96	0.98	0.94	0.95	0.94	0.98	0.95	0.99	0.95	0.91	0.93	0.97	0.97	0.98	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97
Proba (F)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Constante	-3.41	-4.40	-2.78	1.49
LBDIVN				
LBENR				
LOACTI				
LOSUS				
LORFIS				
LOEMPL				
LOTPC				
LONPC	0.31			
LOSPC		0.08	0.14	
LOREVN		0.43		-1.33
LBRESN	1.10	1.06	0.80	0.70
LOVALA	0.11		0.49	1.54
R2	0.97	0.98	0.98	0.98
Proba (F)	0.00	0.00	0.00	0.00

Significatif au seuil de 5%

NB: Meilleurs triplets de variables explicatives.

## 8.3 Les estimations de variables financières

### 8.3.1 Les IDE Entrants et Sortants

Afin de cerner l'ouverture de la place luxembourgeoise, il convient de cerner l'origine des sociétés œuvrant dans le secteur des fonds d'investissement. Au-delà de notre enquête auprès des professionnels, nous nous proposons dans un premier temps d'expliquer la structure du marché luxembourgeois en termes d'OPC.

Un organisme de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) est considéré comme situé au Luxembourg lorsque le siège statutaire de sa société de gestion du fonds commun de placement ou celui de la société d'investissement (SICAV/SICAF) se trouve au Luxembourg<sup>3</sup>.

L'analyse d'une société de gestion peut être ambiguë voire plus complexe. En effet, une société de gestion peut avoir plusieurs centres de gestion, domiciliation et de distribution. C'est le cas d'une société de gestion qui décide d'établir une segmentation de ses activités en fonction de la catégorie de fonds (actions, obligations, mixtes, ...), chacune de ces catégories de fonds est gérée sur une place distincte. Cependant la domiciliation des fonds ne dépend pas de son centre de gestion. Ainsi, admettant trois catégories gérées sur 3 places différentes, les fonds de chacune des catégories sont domiciliés sur plusieurs autres places. Dans ce cas plus de trois places sont déjà utilisées. Il faudra aussi ajouter les places de distribution.

Dans la pratique, les sociétés de gestion, ne s'éparpillent pas trop pour la gestion et la domiciliation des fonds. La complexité de l'analyse vient de l'analyse des flux d'IDE.

---

<sup>3</sup>*Loi de 2002 sur les OPC*



Pour la domiciliation, la société de gestion est obligée de créer une société sur la place. Il en va de même pour la gestion. La distribution peut par contre se faire sans filiale locale. Lors de la création des filiales, il peut arriver que d'autres firmes extérieures deviennent actionnaires de la filiale. Toujours est-il que pour simplifier les analyses d'IDE, il convient d'accepter la règle de la première contrepartie identifiée utilisée par la Banque de France.

Selon de récentes statistiques de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, organisme de régulation) portant sur la répartition selon l'origine géographique des acteurs, la place luxembourgeoise fait montre d'une large diversité. Les promoteurs sont originaires d'une cinquantaine de pays. Le caractère international de la place est largement confirmé vu que seuls 1,6% des encours et 3,5% des fonds domiciliés au Luxembourg proviennent de promoteurs luxembourgeois. Les plus gros pourvoyeurs sont les promoteurs américains (BlackRock, Fidelity International, BNY Mellon ...) suivis des allemands.

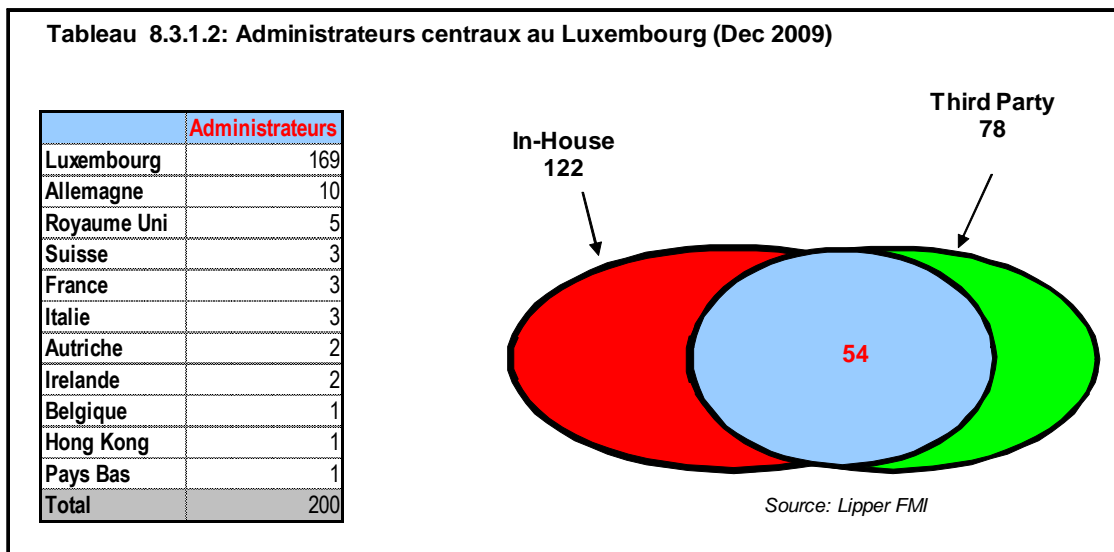
Tableau 8.3.1.1 : Sociétés de gestion et promoteurs au Luxembourg

Répartition des sociétés de gestion							Répartition des Promoteurs à Fin 2009				
Pays	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	Pays d'origine	Actifs nets		Nombre d'OPC	
								en mia EUR	en %	Valeur	en %
Allemagne	8	15	39	42	46	46	Etats-Unis	389,19	21,14	132	3,81
Andorre	---	---	---	---	---	1	Allemagne	350,48	19,04	1 584	45,74
Autriche	---	---	---	---	---	1	Suisse	292,78	15,90	416	12,01
Belgique	2	4	5	7	8	6	Grande-	218,79	11,88	208	6,01
Canada	---	---	---	1	1	1	Italie	156,10	8,48	128	3,70
Danemark	1	2	3	3	3	3	Belgique	140,97	7,66	171	4,94
Emirats Arabes Unis	---	---	---	---	---	1	France	124,15	6,74	218	6,30
Espagne	---	1	2	3	3	3	Pays-Bas	39,13	2,13	56	1,62
Etats-Unis	1	5	7	7	8	7	Suède	30,06	1,63	94	2,71
Finlande	---	---	---	---	---	1	<b>Luxembourg</b>	<b>28,77</b>	<b>1,56</b>	<b>120</b>	<b>3,47</b>
France	3	5	14	20	21	22	Autres	70,56	3,83	336	9,70
Grande-Bretagne	3	6	7	8	10	11	<b>Total</b>	<b>1 840,99</b>	<b>100,00</b>	<b>3 463</b>	<b>100,00</b>
Grèce	---	---	1	2	2	3					
Islande	---	---	1	1	1	1					
Italie	3	8	17	19	20	21					
Japon	---	---	1	1	1	1					
Liechtenstein	---	---	1	1	1	1					
Luxembourg	---	1	8	9	8	8					
Pays-Bas	2	3	3	4	3	4					
Portugal	---	---	---	2	2	2					
Suède	2	4	5	6	6	6					
Suisse	1	18	35	44	45	42					
<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>72</b>	<b>149</b>	<b>180</b>	<b>189</b>	<b>192</b>					

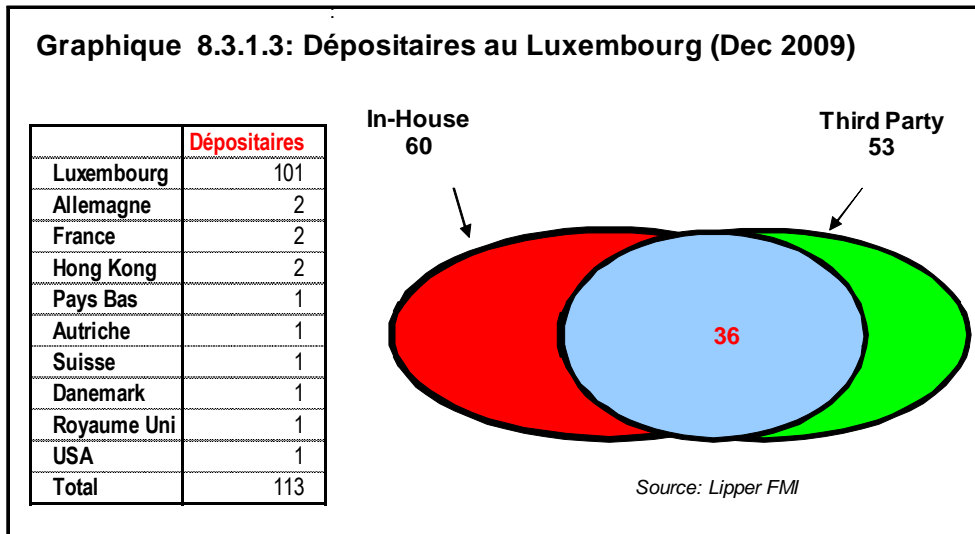
Source : CSSF

Au niveau des sociétés de gestion, l'on est passé de seulement 22 acteurs en 2004 à 192 acteurs qui se disputent le marché luxembourgeois en 2009. Ceux-ci proviennent de 22 pays et représentent 22 nationalités différentes. Les sociétés allemandes et suisses sont les plus présentes, suivies par les françaises et les italiennes.

Selon la base de données spécialisée Lipper Fund Market Information (Lipper FMI) qui traite des fonds traditionnels (partie I de la Loi de 2002), à fin décembre 2009, l'administration centrale des fonds de droit luxembourgeois était assurée par deux cent (200) entreprises, toutes filiales de structures étrangères, cependant 85% de ces entreprises sont de droit luxembourgeois. De fait, dans la suite de l'analyse, il convient d'admettre que les administrateurs de fonds contribuent à l'augmentation de l'investissement direct étranger.



Selon la base de données Lipper FMI, 113 banques dépositaires concourent à l'essor de la place luxembourgeoise des fonds. Parmi elles, seules deux sont luxembourgeoises ; les autres sont toutes des filiales de banques multinationales. Cependant, ces filiales sont essentiellement des sociétés de droit luxembourgeois.



Lipper FMI dans son analyse des fonds traditionnels énumère 18 cabinets d’audit veillant au bon fonctionnement des fonds luxembourgeois. On note néanmoins une forte concentration de l’activité : les 4 premiers cabinets se partagent plus de 98% du marché.

Tableau 8.3.1.4 : Auditeurs-Conseils au Luxembourg (Dec 2009)

	Part de Marché Dec 2009
<b>PricewaterhouseCoopers</b>	61%
<b>KPMG</b>	18%
<b>Ernst &amp; Young</b>	12%
<b>Deloitte</b>	7%
<b>Autres</b>	2%

Source : Lipper FMI

A la lecture des précédentes statistiques, le constat premier est que les entreprises purement luxembourgeoises exerçant dans le domaine des fonds sont peu nombreuses. Qu’est-ce qui pourraient attirer les entreprises étrangères sur la place luxembourgeoise ?

De notre enquête statistique nous avons illustré que, selon les professionnels des fonds, les principaux facteurs d'attractivité de la place sont :

- La proximité d'autres acteurs du secteur,
- La qualité du marché du travail
- Le cadre réglementaire et fiscal

Globalement, les entreprises attirées par la place ont pour objectif principal de profiter des coûts de facteurs de production. Nous parlerons donc d'investissements directs étrangers verticaux dans l'optique de Hanson *et al.*, ([HANS03]).

A défaut de disposer de statistiques spécifiques sur les investissements directs étrangers dans le secteur des OPC, nous avons opté pour les IDE dans celui des banques. Comme nous l'avions évoqué précédemment, les fonds étaient généralement des filiales des banques. De fait, nous supposons que ce secteur bancaire sera un meilleur estimateur de l'activité des fonds d'investissement.

Le phénomène des investissements directs étrangers s'est fortement amplifié au Luxembourg ces dernières années. Force est de constater l'ascension notoire des IDE en direction de l'étranger. Alors qu'ils ne représentaient qu'un peu moins du quart des IDE entrants en 1995, nous risquons d'atteindre un équilibre dans les prochaines années. Une explication éventuelle serait que les investissements au Luxembourg atteindraient leur maturité, et donc généreraient plus de profits versés à l'étranger sous forme de dividendes.

L'Allemagne, la Belgique et les Etats-Unis cumulent plus de 55% des IDE investis au Luxembourg : ces mêmes pays engrangent aussi plus de 47% des IDE sortants du Luxembourg. Ce résultat n'est pas vraiment surprenant dans la mesure où les entreprises luxembourgeoises sont généralement des holdings ou filiales ayant elles-

mêmes des filiales à l'étranger<sup>4</sup>.

Nous remarquons que les investissements étrangers en provenance d'un pays donné semblent être compensés par ceux du Luxembourg en direction dudit pays. Cet état a été remarqué sur la période 1997-2007. Nous parlerons donc d'IDE "tournants". C'est ce qui a guidé les estimations de certaines variables telles que les dividendes versés à l'étranger et les bénéfices réinvestis dans notre estimation de l'IDE entrant. Une remarque fondamentale est qu'en 2007, la Belgique semble recueillir le plus d'IDE du Luxembourg alors qu'elle n'approvisionne que de la moitié de cette valeur le Luxembourg.

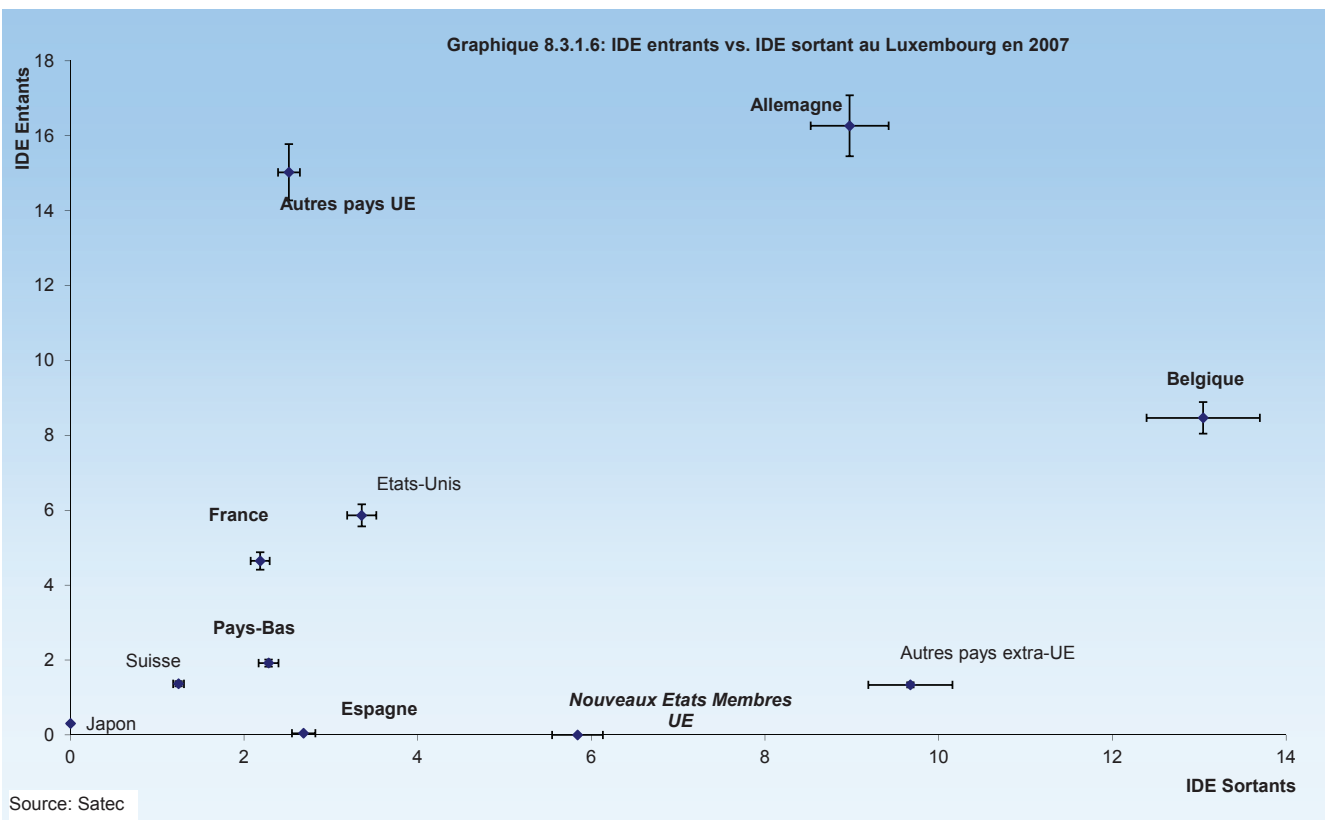
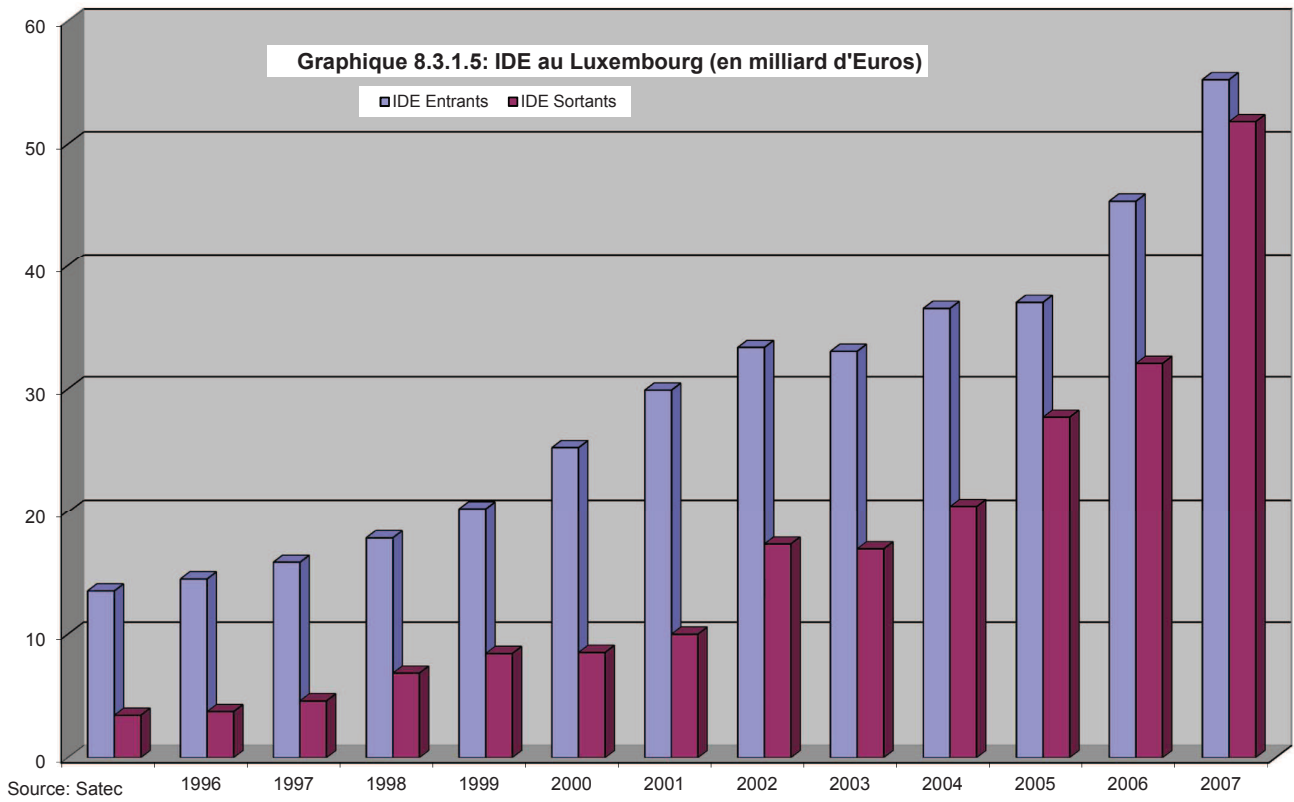
De notre analyse économétrique, nous remarquons que les IDE entrants et sortants de l'activité bancaire au Luxembourg sont fortement corrélés avec les résultats nets des banques investies. Et, plus spécifiquement, ces IDE sont aussi corrélés avec le revenu généré par l'activité des OPC. Toujours dans le domaine des OPC, il convient aussi de souligner la forte relation entre les IDE entrants du secteur bancaire et :

- L'évolution des actifs sous gestion des OPC luxembourgeois
- La valeur ajoutée de l'activité OPC
- L'évolution du nombre d'OPC
- La contribution des OPC dans les recettes fiscales luxembourgeoises.

Dans l'ensemble, les variables bancaires (résultats nets, dividendes versées, bénéfices réinvestis) ont un impact positif sur les IDE entrants. Hormis les bénéfices réinvestis, les résultats nets, et les dividendes versés qui semblent avoir un impact négatif sur les IDE sortants. Si le cas des dividendes versés est explicable, nous avons du mal à cerner cet impact négatif sur les résultats nets.

---

<sup>4</sup> Une entreprise française  $X$  ayant une filiale luxembourgeoise  $Y$ , laquelle filiale détient des filiales  $Z_i$  hors du Luxembourg (mais possible en France), serait une schématisation classique.



### 8.3.2 Les résultats nets pour les banques investies

De façons évidentes, nos estimations concluent que les résultats nets influencent grandement les IDE (entrants ou sortants). Ainsi, d'un côté, la propension à s'agglomérer au Luxembourg est influencée par les bons résultats passés. C'est certainement ce qui ressortait de notre analyse d'enquête qui estimait que la proximité d'autres acteurs était un facteur d'attractivité de la place luxembourgeoise<sup>5</sup>. De l'autre côté, ces sociétés étant pour la plupart non locales, il reste incontestable que les investissements directs étrangers sortants s'accroissent avec la qualité des résultats bancaires.

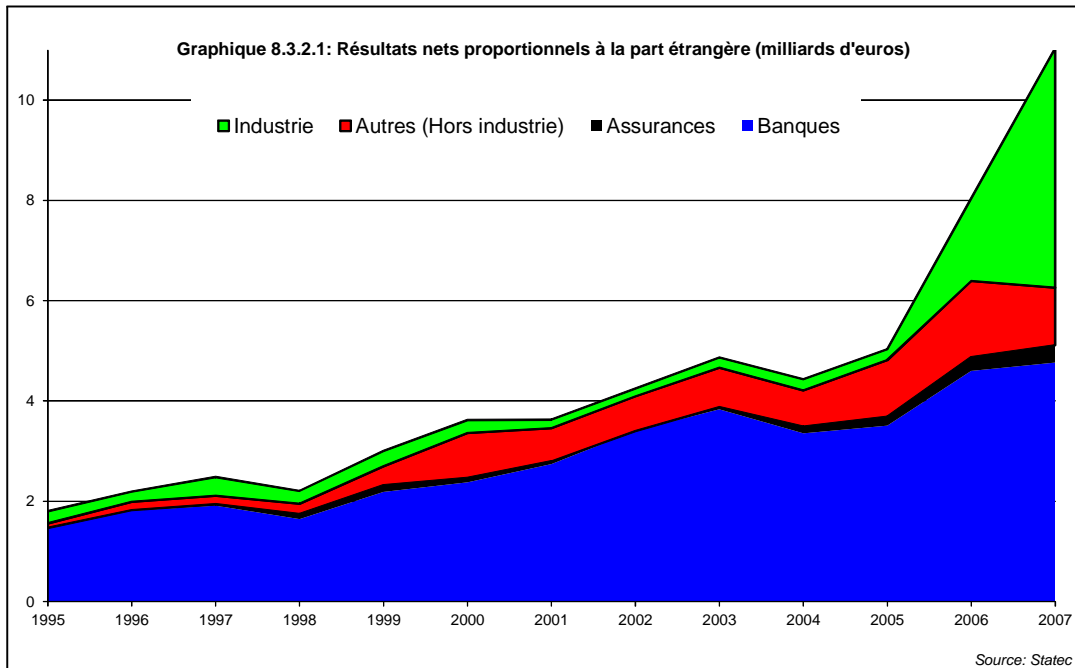
Par ailleurs, il convient de mentionner que les résultats bancaires sont largement influencés par cinq variables liées aux fonds d'investissement :

- Le total des actifs sous gestion
- Le revenu généré par l'activité des fonds
- La valeur ajoutée de l'activité des fonds
- Le nombre total des fonds
- La contribution des OPC aux recettes fiscale.

Ceci nous conforte dans notre choix des investissements directs étrangers du secteur bancaires comme proxy du secteur des fonds d'investissement. L'analyse statistique des résultats des entreprises luxembourgeoises investies montre une réelle amélioration au fil des années. Cette croissance est en accord avec les résultats des estimations économétriques. Les banques ont continué à poster des résultats satisfaisants. Ces dernières années, le secteur industriel a toutefois montré un essor considérable de ses résultats.

---

<sup>5</sup> *chapitres précédents*



### 8.3.3 Les bénéfices réinvestis pour les banques investies

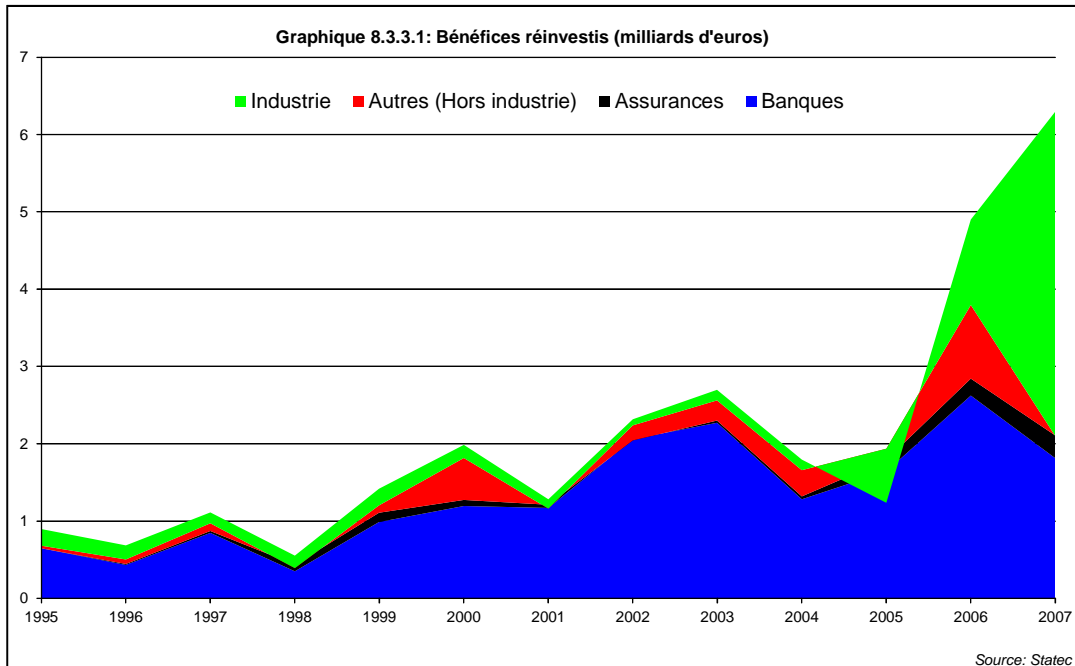
Les bénéfices réinvestis correspondent aux résultats nets des entreprises investies au cours d'un exercice comptable diminués des dividendes versés à la maison mère au cours du même exercice.

Ces bénéfices réinvestis ne sont que moyennement corrélés avec l'ensemble des variables de notre analyse. Cette variable décrit un impact peu important sur les IDE entrants. Il faut cependant souligner l'évidence d'un impact négatif quoique faible sur les IDE Sortants. En matière de fonds d'investissement les bénéfices réinvestis ne semblent pas influencer l'attractivité de la place luxembourgeoise.

L'analyse de ces bénéfices réinvestis montre que le secteur industriel a entrepris des efforts considérables. Cela présagerait-il d'un avenir incertain pour le secteur financier ou est-ce simplement un effort des industriels de reprendre leur rang longtemps perdu.



Toujours est-il que le Luxembourg a initié plusieurs stratégies pour attirer d'autres types d'entreprises des secteurs industriels, la télécommunication et les transports (Amazon, Skype...).



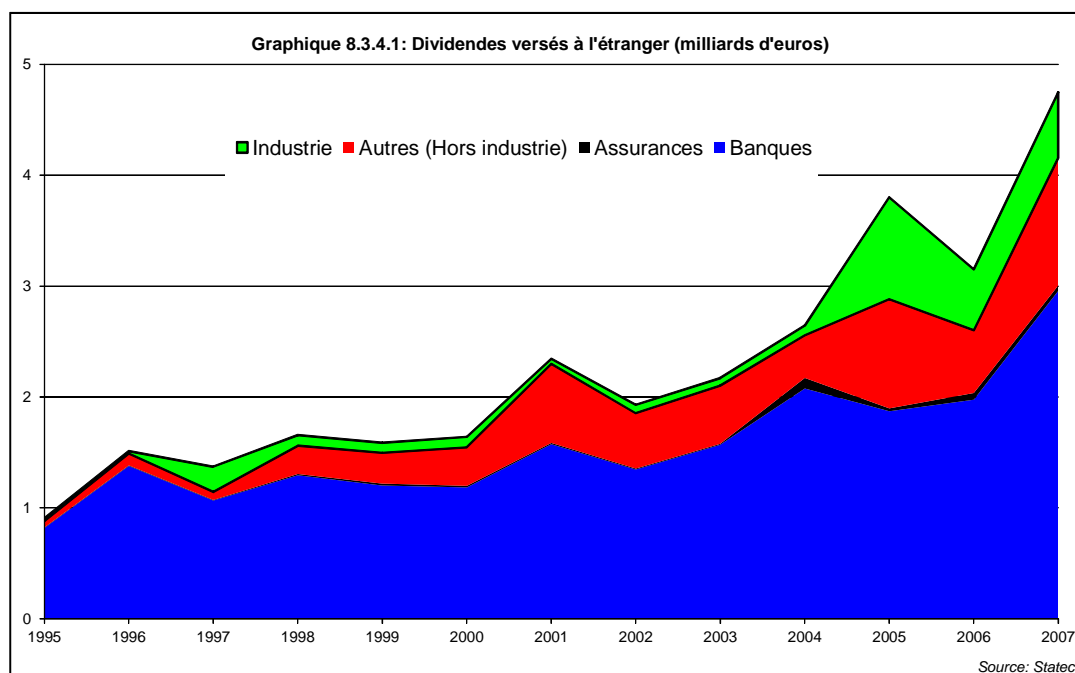
#### 8.3.4 Les dividendes versés à l'étranger pour les banques investies

De prime abord, la hauteur des dividendes versés à l'extérieur traduit la forte ouverture de l'économie. Aussi, du point de vue du secteur bancaire luxembourgeois, ces dividendes sont-elles en pleine ascension.

De façon analogue aux bénéfices réinvestis, les dividendes versés ont un impact limité sur l'évolution des investissements directs étrangers. Toutefois, il faut aussi indiquer que cette variable est corrélée avec le nombre d'OPC, leur contribution aux recettes fiscales et leur valeur ajoutée.

Au niveau des versements de dividendes à l'étranger, les banques restent majo-

ritaires. 62% des dividendes versés à l'étranger sont le fait des banques luxembourgeoises. Elles sont suivies par les autres secteurs qui contribuent à 24%. Ceci est en désaccord avec les résultats économétriques qui concluent à une diminution de l'investissement des entreprises.



## 8.4 Les estimations des variables sur les OPC

### 8.4.1 Le nombre d'OPC Luxembourgeois

Dès la fin 2003, l'industrie luxembourgeoise a connu un véritable essor tant au niveau du nombre de fonds distribué qu'au niveau de l'actif domicilié. Cet essor notoire est lié à la rapide transcription des directives européennes portant sur la réglementation des fonds d'investissement en lois nationales (Loi de 2002).

Au cours des dix dernières années, 1833 nouveaux fonds ont été domicilié au Luxembourg soit une croissance annuelle de 8%. Si le nombre de fonds a continué à croître, le total d'actifs sous gestion a largement été éprouvé en 2008. Il reviendra flirter avec ces niveaux atteints deux ans plus tôt. La croissance est à nouveau au rendez-vous (18% pour 2009).

**Tableau 8.4.1.1: Nombre d'OPC au Luxembourg (2002 - 2009)**

Decembre 2002					Decembre 2009				
	Fcp	Sicav	Autres	Total		Fcp	Sicav	Autres	Total
<b>Partie I</b>	650	548	8	<b>1.206</b>	<b>Partie I</b>	1.185	658		<b>1.843</b>
<b>Partie II</b>	284	300	18	<b>602</b>	<b>Partie II</b>	287	355	7	<b>649</b>
<b>Autres</b>	83	48	2	<b>133</b>	<b>Autres</b>	435	520	16	<b>971</b>
<b>Total</b>	<b>1.017</b>	<b>896</b>	<b>28</b>	<b>1.941</b>	<b>Total</b>	<b>1.907</b>	<b>1.533</b>	<b>23</b>	<b>3.463</b>

Source: CSSF

La première remarque statistique est que la création et la suppression de fonds au Luxembourg ne semblent pas influencées par le nombre de fonds déjà domiciliés. En d'autres termes, il ne saurait être question de saturation du marché.

Les entreprises qui investissent sont attirées par la structure fiscale offerte par la place. Aussi, tirent-elles profit du fait de localiser leur fonds sur la place. Cette variable reste l'une des plus significatives de nos estimations (autant sur les investissements directs étrangers entrants et que sur les sortants).

La création d'un nouveau fonds est source d'investissement, même si la société de gestion pourrait bénéficier d'économie d'échelle si elle a déjà des fonds sur le territoire. Dans ce cas les nouveaux fonds influencent négativement les flux d'IDE entrants. Par la suite, il sera question de création de valeur du point de vue de l'entreprise, d'où un impact positif sur les IDE sortants.

#### 8.4.2 Les actifs nets des OPC Luxembourgeois

L'essor en termes d'actifs sous gestion au Luxembourg est incontestable. La crise de 2008 a eu un impact notable dans l'industrie. Toutefois, la croissance revient encore ces récentes années.

Ces actifs paraissent comme un déterminant notoire de l'évolution des IDE sortants (les coefficients sont globalement significatifs dans toutes nos estimations). Quant aux IDE entrants, l'impact est quelque peu décevant quoique la corrélation soit forte. Le stock d'encours serait-il un facteur secondaire d'attractivité dans l'industrie des fonds ?

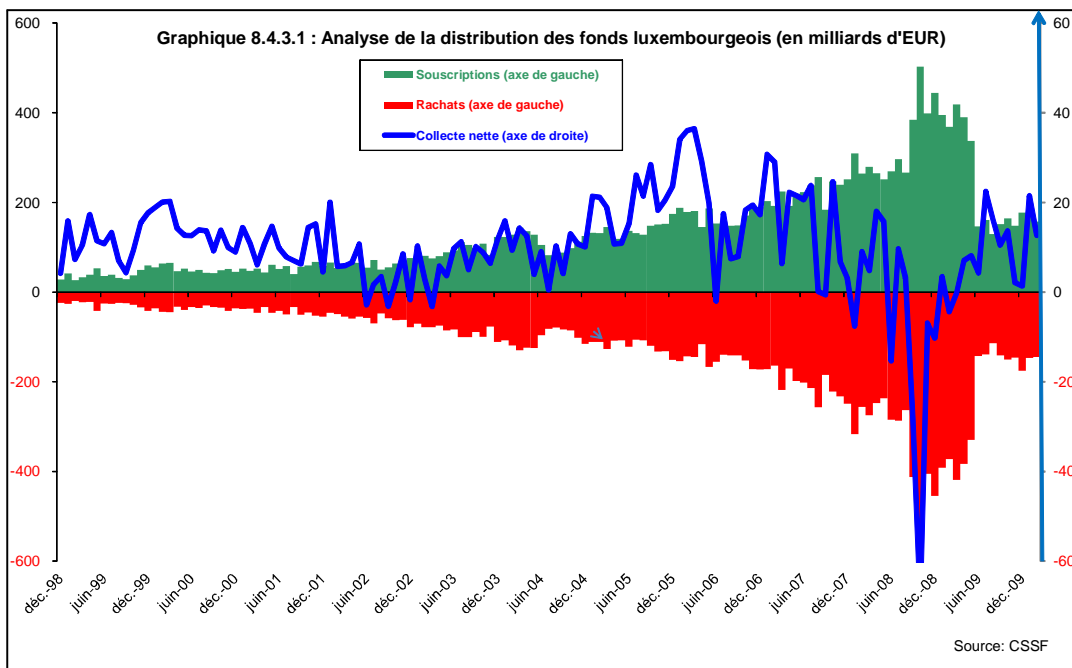
La conclusion est que globalement les entreprises sont convaincues de la force de la place luxembourgeoise comme label de distribution de fonds. La localisation sur la place luxembourgeoise permet en effet de capter plus d'encours ; ces derniers générant des revenus qui sont reversés à l'étranger.

<b>Decembre 2002 (en mia EUR)</b>					<b>Decembre 2009 (en mia EUR)</b>				
	Fcp	Sicav	Autres	Total		Fcp	Sicav	Autres	Total
<b>Partie I</b>	284	343	1	<b>629</b>	<b>Partie I</b>	447	1.019		<b>1.466</b>
<b>Partie II</b>	121	49	2	<b>172</b>	<b>Partie II</b>	81	140	1	<b>221</b>
<b>Autres</b>	31	13	0	<b>44</b>	<b>Autres</b>	74	75	4	<b>154</b>
<b>Total</b>	<b>436</b>	<b>405</b>	<b>3</b>	<b>845</b>	<b>Total</b>	<b>602</b>	<b>1.234</b>	<b>5</b>	<b>1.841</b>

Source: CSSF

### 8.4.3 L'émission nette d'OPC Luxembourgeois

Assez paradoxalement, les émissions et rachats de fonds restent très corrélés dans le temps. Ce qui nous fait croire que la décollecte dans un fonds luxembourgeois est systématiquement investie dans un autre fonds luxembourgeois. Ainsi, l'industrie luxembourgeoise enregistre mensuellement des collectes nettes (Souscriptions - Rachats). Ce comportement est révélateur de la préférence des investisseurs pour les fonds luxembourgeois qui paraissent savoir fidéliser les investisseurs.



Toutefois nos résultats ne confirment que très faiblement ce fait. En plus des coefficients très peu robustes, cette variable est faiblement corrélée avec les autres variables étudiées. Ce qui nous laisse sous-entendre que la collecte des fonds luxembourgeois n'est pas toujours exclusivement faite sur le marché local.

Dans une analyse subséquente, nous avons en effet, soutenu que les fonds luxembourgeois étaient qualifiés de "cross-borders". En d'autres termes, ils étaient pour

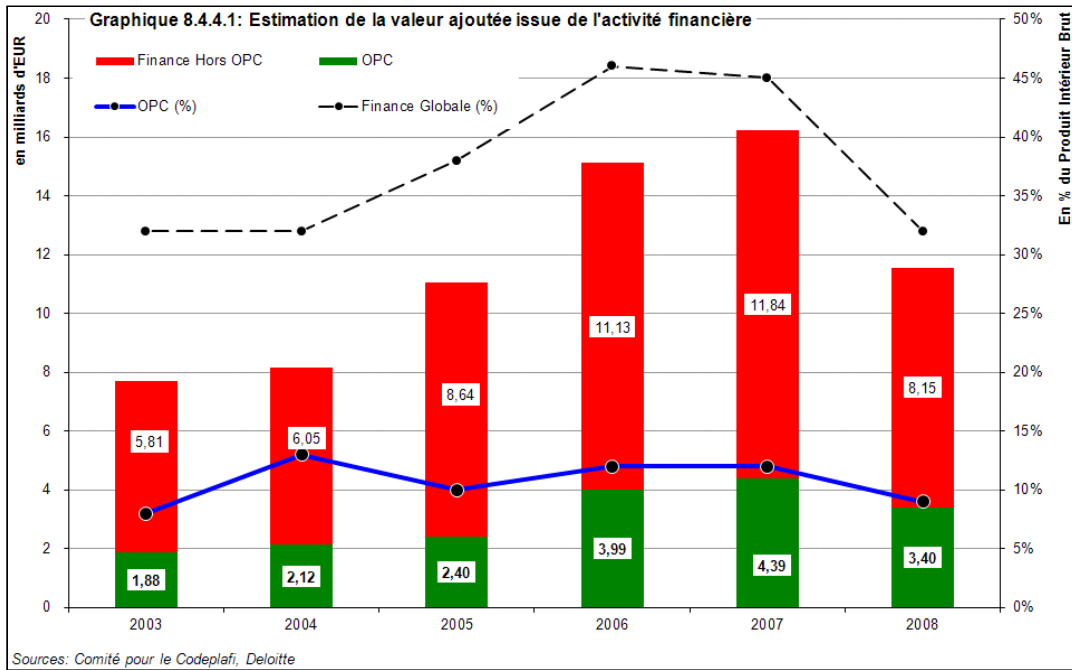
l'essentiel destinés à d'autres marchés. Ce comportement assez atypique devrait être différent si nous analysons le marché français. En effet l'essentiel de la collecte des fonds français est fait sur le marché local français.

#### **8.4.4 La valeur ajoutée par l'activité OPC au Luxembourg**

La valeur ajoutée utilisée ici est le résultat net auquel est ajoutée l'impôt sur les bénéfices et les frais de personnel. Dans l'ensemble, les entreprises de la place luxembourgeoise décrivent une amélioration significative de leur valeur ajoutée selon le Statec. Celle de l'industrie bancaire a connu une croissance jusqu'en 2008. Dans un comportement similaire, les fonds d'investissement ont souvent représenté plus du tiers de la valeur ajoutée globale du secteur financier luxembourgeois.

D'un point de vue statistique cette variable est corrélée avec tous les variables bancaires étudiées. Elle semble ne pas être influencée par le niveau de l'emploi.

Si elle n'est que peu significatives au niveau des IDE sortants, il convient de la prendre quelque peu en compte pour expliquer l'attractivité de la place. Cependant, elle semble influencer négativement les IDE entrants.



## 8.5 Estimations des variables économiques

### 8.5.1 Le personnel travaillant pour l'industrie des fonds

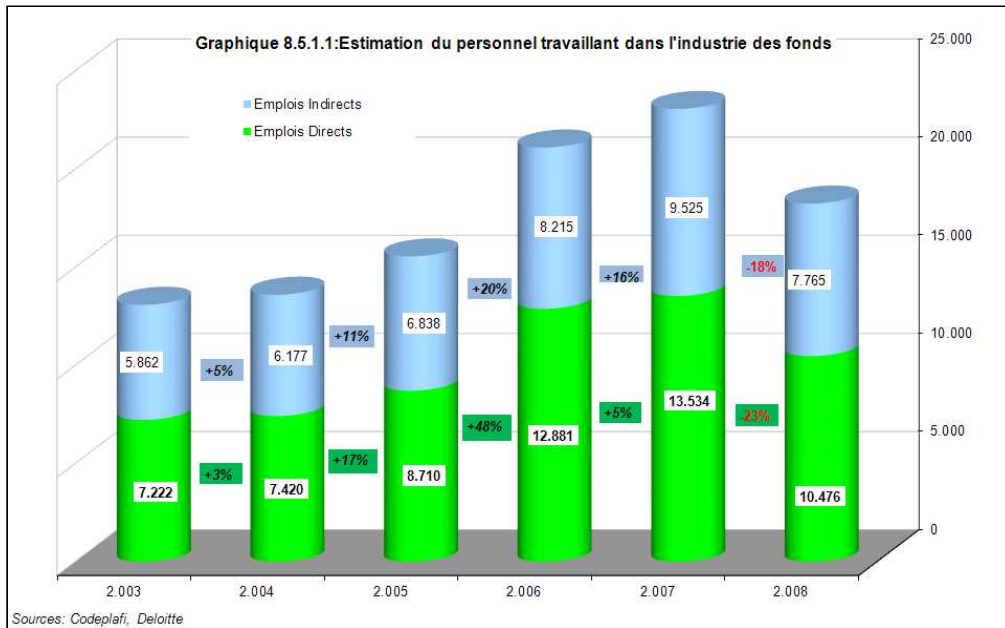
De cette analyse, l'emploi direct regroupe tous les salariés directement liés à l'industrie des fonds d'investissement, et l'emploi indirect évalue l'"équivalent temps plein" des personnes travaillant dans le secteur dit des "autres professionnels du secteur financier" mais dont l'activité est dévolue aux fonds d'investissement.

L'emploi avait connu un essor remarquable jusqu'à la crise de 2008. Les nouvelles estimations sont plutôt positives. Avec les efforts politiques de la place luxembourgeoise, le secteur des fonds d'investissement a pu bénéficier d'une main d'œuvre de plus en plus qualifiées. L'évolution de l'emploi direct étant plus forte.

Comme nous l'avions montré dans les résultats de l'enquête, un des principaux facteurs d'attractivité de la place luxembourgeoise est son marché de l'emploi. Aussi, nos estimations confirment-elles un impact significatif de l'emploi sur les IDE entrants.

La robustesse de cette affirmation tient du fait que cette variable ne décrit pas de corrélation forte avec les autres variables explicative. Par ailleurs, il convient de remarquer que (tableaux 8.2.10.2 et 8.2.10.3) les principaux employeurs du Luxembourg sont des groupes bancaires détenant des sociétés de gestion.





**Tableau 8.5.1.2: Liste des principaux employeurs dans l'industrie des fonds au Luxembourg**

Nom	Effectif arrondi	Rang national
EFA European Fund Administration	560	52
UBS Fund Services (Luxembourg)	230	152
J.P. Morgan Asset Management	150	221
Fidelity International Luxembourg	130	259
Franklin Templeton International	130	260
Crédit Suisse Asset Management Fund	120	281
European Fund Services	110	304

Source: Statec, Juin 2010

**Tableau 8.5.1.3: Liste des 20 principaux employeurs dans l'industrie bancaire au Luxembourg**

<b>Nom</b>	<b>Effectif arrondi</b>	<b>Rang national</b>
Groupe Dexia BIL	3.830	3
BGL BNP Paribas	2.520	8
Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	1.810	12
Groupe BNP Paribas Luxembourg	1.500	16
Groupe Kredietbank	1.280	19
Groupe Caceis	1.100	26
Groupe Société Générale Bank & Trust	970	31
Groupe ING	900	34
Banque Privée Edmond de Rothschild Europe SA	650	45
J.P. Morgan Bank Luxembourg SA	590	50
Groupe DZ Bank	560	53
State Street Bank Luxbg SA	560	54
Raiffeisen	490	63
Groupe Sal. Oppenheim	470	65
UBS (Luxembourg) SA	410	76
Crédit Agricole Luxembourg Private Bank	400	78
Nordea Bank SA	350	88
Groupe Pictet	340	91
Dekabank Deutsche Girozentrale Luxembourg SA	330	95
Dresdner Bank Luxembourg SA	320	100

Source: Statec, Juin 2010

### 8.5.2 Le revenu généré par l'activité OPC au Luxembourg

Dans les statistiques de l'économie luxembourgeoise publiées par le Statec, les OPC ne sont pas une industrie à part entière. De fait, les revenus identifiés ici sont comptabilisé dans les revenus des banques. C'est ce qui explique sa forte corrélation avec les variables bancaires. Par ailleurs une partie importante de ce revenu est lié au total d'actifs détenus dans les fonds.

Tableau 8.5.2.1: Estimation du revenu généré par l'activité OPC au Luxembourg							
<i>En millions d'EUR</i>		2008	2007	2006	2005	2004	2003
Direct	Frais d'administration et de conservation	1.454	1.615	1.356	1.002	773	758
	Commissions diverses	1.289	1.410	1.259	972	773	758
	Commissions de gestion	334	366	633	564	438	283
	Commissions de souscription	319	1.127	867	766	584	520
	<b>Revenus des activités OPC</b>	<b>3.396</b>	<b>4.517</b>	<b>4.116</b>	<b>3.304</b>	<b>2.568</b>	<b>2.319</b>
Indirect	Dépenses des particuliers	225	311	304	197	159	156
	Consommation des employés résidents	177	251	257	166	133	131
	Consommation des employés frontaliers	47	60	48	32	26	25
	Dépenses des entreprises	504	726	653	531	439	414
	Consommation des frais généraux	458	703	630	515	439	414
	Revenus issus des investissements	45	23	23	17		
	Consommation des OPC-mêmes	552	604	511	395	314	266
	Consommation des services OPC	552	604	511	395	314	266
	<b>Total</b>	<b>1.281</b>	<b>1.641</b>	<b>1.468</b>	<b>1.124</b>	<b>912</b>	<b>836</b>
<b>Total des revenus</b>		<b>4.677</b>	<b>6.158</b>	<b>5.584</b>	<b>4.428</b>	<b>3.480</b>	<b>3.155</b>
<b>En % de la production nationale</b>		<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>

*Sources: Comité pour le Codeplafi, Deloitte*

Dans une certaine mesure, les revenus de l'industrie des OPC sont positivement liés aux IDE entrants ; certainement que les charges sur les fonds luxembourgeois sont moins importantes au Luxembourg que sur les autres places européenne. Cependant, pour ce qui est des investissements directs étrangers sortants nous trouvons une relation inverse. Ces revenus étant ceux dévolus à l'Etat luxembourgeois, cela peut se comprendre.

Dans l'approche statistique nous remarquons les effets de la crise de 2008. Cepen-

dant, nous estimons que la baisse sera facilement résorbée si nous prenons en compte le nombre de plus en plus croissant de fonds européens et américains qui choisissent la place luxembourgeoise.

### 8.5.3 La contribution des OPC aux recettes fiscales luxembourgeoises

S'il est difficile de mesurer l'apport direct des fonds dans l'économie luxembourgeoise, un intérêt certain pour l'Etat luxembourgeois se résume en toutes les taxes prélevées sur les autres acteurs (administrateur central, banque dépositaire, réviseur d'entreprises agréé, avocat). Ces taxes sont pour la plupart difficiles à cerner, du moins, il est difficile de connaître l'importance de l'industrie des fonds dans la taxe globale collectée auprès de ses acteurs.

Selon nos résultats, la variable sur la fiscalité décrit sans ambiguïté une corrélation significative avec nos autres variables étudiées. Par ailleurs, si les estimations ne sont pas très claires pour leurs effets sur les IDE sortants, nous décelons un impact positif robuste sur les investissements directs étrangers entrants au Luxembourg. Selon notre enquête statistique<sup>6</sup>, les professionnels luxembourgeois trouvent aussi que la fiscalité avantageuse du Luxembourg est l'un des principaux atouts de la place.

L'une des taxes les plus connues dans le secteur des fonds d'investissement reste la taxe d'abonnement. Pour les organismes de placement collectif, le taux de la taxe annuelle est de 0,05 % sur base de l'actif net à la fin du trimestre. Ce taux est réduit à 0,01 % pour les fonds monétaires.

L'analyse de la contribution de cette taxe laisse entrevoir l'importance de l'industrie des fonds dans l'économie des fonds. Elle n'a cessé de croître au fil des années.

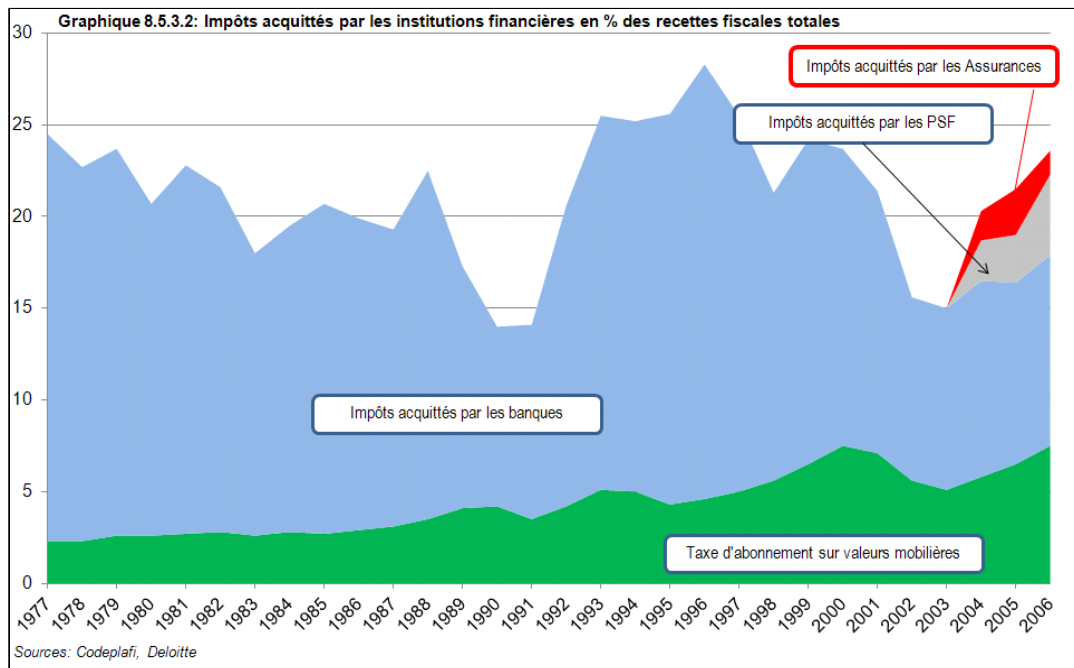
---

<sup>6</sup> *chapitres précédents (6 et 7)*

En 2006, elle représentait plus de 7,5% des recettes fiscales contre seulement 10,4% pour les banques, pourtant plus implantées.

Tableau 8.5.3.1: Contribution des OPC aux Recettes fiscales							
En millions d'EUR		2.008	2.007	2.006	2.005	2.004	2.003
Directs	Taxe d'abonnement	593	669	566	437	358	297
	Impôts payés par les employés	102	161	147	92	73	64
	Impôts sur les bénéfices	246	384	398	303	253	201
	Contribution directe	940	1.214	1.111	831	685	561
Indirects	TVA	50	56	27	25	25	21
	Impôts sur les bénéfices	25	32	28	25	23	27
	Impôts sur les Salaires	59	77	60	49	40	36
	Contribution indirecte	134	165	116	99	88	84
<b>Contribution des OPC aux Recettes fiscales</b>		<b>1.073,79</b>	<b>1.378,67</b>	<b>1.111,49</b>	<b>930,27</b>	<b>772,32</b>	<b>645,53</b>
<b>En % des Recettes fiscales de l'année</b>		<b>10,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>9,0%</b>

Sources: Comité pour le Codeplafi, Deloitte



## Conclusion

Avec l'accroissement de l'intérêt des fonds d'investissement, le Luxembourg a pu attirer et maintenir une main-d'œuvre qualifiée et spécialisée dans le domaine et dans d'autres secteurs (exemple des avocats, comptables et réviseurs).

Nous assistons à une transformation radicale du schéma d'organisation des entreprises avec un transfert certain de technologie et de connaissance. La concurrence et la proximité dans le secteur est aussi une source d'innovation.

Dans notre étude économétrique, nous cherchons les effets de plusieurs déterminants sur les flux d'IDE dans le secteur des fonds d'investissement au Luxembourg. Si nos estimations peuvent souffrir de robustesse compte tenu de l'indisponibilité de séries longues, (1997-2007), nous décelons plusieurs relations significatives pour expliquer les flux d'IDE.

Au-delà de certains déterminants théoriques (PIB, l'emploi, les équipements publics...), nous avons aussi ajouté des variables liées à l'industrie des fonds (les actifs sous gestion, la collecte nette, le nombre de fonds). Finalement, nous avons aussi estimé des déterminants intrinsèques à l'économie luxembourgeoise (exemple de la transposition des directives communautaires).

Aussi, apparaît-il que plusieurs des déterminants d'attractivité listés par les professionnels luxembourgeois décrivent des relations significatives avec les investissements directs étrangers au Luxembourg. Les débats sur l'avenir des fonds d'investissement de la place financière luxembourgeoise fait légion depuis quelques années.

Il est souvent fait allusion à la délocalisation de plusieurs activités vers d'autres places voire des économies d'Europe de l'Est. Cependant, il est encore trop tôt pour avoir un point de vue objectif sur la question. Il faudra encore attendre quelques années avant de pouvoir cerner les effets de la crise de 2008 et ceux de la nouvelle réglementation UCITS IV<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup>confère section supplémentaire dans la conclusion de la Partie 3 (De la crise de 2008 à UCITS IV)

## Conclusion de la troisième partie

### 1. Généralités

Une des raisons fondamentales du développement de l'industrie des fonds est l'essor considérable des technologies de l'information et de la communication. Les fonds ont ainsi la capacité de gérer plus aisément des capitaux de plus en plus importants car ils peuvent aisément les commercialiser sur différents marchés sans y être implantés physiquement. Ces nouvelles technologies ont permis une meilleure intégration des marchés.

Les sociétés d'investissement sont aussi à la recherche d'une information de qualité constamment mise à jour. Nous avons assisté à un phénomène de concurrence des fournisseurs de données. Tandis que certains se veulent internationaux (Micropal, Lipper, Morningstar, ..) d'autres sont plus ciblés (Europerformance en France, VDOS en Espagne, Crédit Suisse en Suisse... ). Ces dernières années, nous avons assisté à la fusion de certains de ces fournisseurs de données (exemple de Micropal et Morningstar, et Lipper et Feri).

Aussi, le fait que les professionnels se rassemblent en association n'est-il pas un vecteur essentiel d'échange d'information ? C'est le cas de l'Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement au Luxembourg, l'Association Française de Gestion en France ou la *European Fund and Asset Management Association* au niveau européen.



## 2. De la crise de 2008 à UCITS 4

Notre enquête ayant eu lieu entre 2006 et 2007, il est légitime de se poser la question de la pertinence de nos résultats après la crise de 2008. et la mise en place de UCITS 4 en 2011.

Pour ce qui est des ambitions d'expansion des firmes de fonds (section 6.2), peu avant 2008, le marché européen a été caractérisé par un fort mouvement d'ouverture de bureaux de distribution sur différents nouveaux marchés (exemple des pays d'Europe de l'Est). Certains groupes français, essentiellement caractérisés par leur centralisation sur le marché local se sont d'ailleurs montrés plus ouverts. La tendance était donc de pénétrer de nouveaux marchés<sup>8</sup>.

Après la crise de 2008, la tendance à l'expansion n'était plus d'actualité. A signaler qu'un bon nombre des entreprises participantes à notre enquête sont des filiales de groupes bancaires. La crise ayant largement touchée les banques, cela s'est incontestablement ressenti dans les sociétés de gestion. En effet, certaines sociétés ont vu leur actif sous gestion baisser de manière notable. Les actifs gérés par Dexia Asset Management, par exemple, sont passés de 114 milliard avant la crise, à 82 milliard au second trimestre 2009. Les groupes indépendants ont aussi soufferts. L'Américain Fidelity (grand acteur européen) a vu ses actifs fondre de moitié<sup>9</sup>.

Après ladite crise, le marché européen s'est illustré par une vague dite de "consolidation". Dans un premier temps, cela se caractérise notamment par une série de fusion / acquisition des sociétés de gestion (Crédit Agricole Asset Management et Société Générale Asset Management pour donner Amundi, Crédit Suisse et Aberdeen... ). Dans une seconde approche, les sociétés de gestion ont entrepris de larges réformes de restriction des gammes proposées à la distribution. Entre 2009 et 2010,

---

<sup>8</sup> Base de données Lipper for Investment Management

<sup>9</sup> Base de données Lipper for Investment Management

plus de 14.000 classes de fonds (soit 7% des fonds disponible à fin 2010 en Europe)<sup>10</sup> ont disparu ; pour la plus part, ces classes d'actifs ont fusionné avec d'autres fonds ou classes d'actifs. Depuis la crise de 2008, la tendance est à la fidélisation des clients, donc de consolider ses positions.

Les ambitions d'expansion à moyen et long termes révélées par notre étude étaient en ligne avec le marché. Cependant, la crise de 2008 a largement bouleversé les stratégies des firmes de fonds. A la lecture du marché, nous pensons que la stratégie actuelle est de consolider ses positions.

En ce qui concerne les acteurs du développement de la place (section 6.3), la crise a malheureusement relevé la hantise du risque chez l'investisseur privé. Même si les sorties massives enregistrées entre la fin 2007 et le début 2009 en quantité d'encours était le fait des investisseurs institutionnels, l'industrie des fonds semble avoir perdu la confiance des investisseurs privée.

Selon l'Insee<sup>11</sup>, au lendemain de la crise, les investisseurs institutionnels français ont retiré plus 286 milliards d'Euros des OPC. En 2009 cependant, ils ont encore investi plus de 100 milliard d'euros. Pour ce qui est des investisseurs privés, entre 2007 et 2008, leurs investissements en OPC ont baissé de 17%. En 2009, le patrimoine en OPC de ces investisseurs n'avait que très peu augmenté et il stagnerait autour de 270 milliards d'euros.

Face à ce retour lent des investisseurs privés, l'industrie est en train de se réorganiser. Avant la crise la catégorie Hedge funds n'était pas directement accessible aux investisseurs privés. Désormais une partie de ces fonds se déclinent en une nouvelle catégorie dite *NewCITS*, (des Hedge funds respectant la directive UCITS)<sup>12</sup> accessible

---

<sup>10</sup> *Base de données Morningstar*

<sup>11</sup> *Compte nationaux de la France*

<sup>12</sup> *Directive AIFM*

à l'ensemble des investisseurs. Même si les nouvelles réflexions du marché semblent quelque peu pessimistes, nous pensons que cela traduit un nouveau comportement des sociétés de gestion pour collecter plus d'actifs.

Dans notre analyse de la collecte (section 6.4.1) nous avons relevé le rôle moteur des assurances. Il est important de souligner que ce rôle est à ce jour difficile à cerner. En effet, une nouvelle réglementation est en cours dans le monde de l'assurance. La réglementation Solvabilité 2, devrait voir le jour dans les prochains mois. Cette réglementation impose de larges restrictions aux assurances dans leur politique d'investissement en fonds. En effet, pour certains types de fonds (actions, alternatifs), il est demandé à l'assureur de prévoir des capitaux propres avant la souscription.

Pour les autres acteurs, même si la crise a largement diminué les poids d'investissement, nous pensons que leur rôle reste essentiel. Certaines sociétés de gestion (exemple de Crédit Mutuel-CIC Asset Management) utilisent essentiellement leur réseau bancaire pour distribuer leur fonds.

La structure des activités sous-traitées pourrait aussi avoir globalement changé depuis la crise de 2009. Pour beaucoup de sociétés de gestion, les services dits "de support" ont été transférés à la maison mère ou centralisés sur un seul marché. Le groupe Fidelity par exemple a transféré tout son service marketing à Londres. Par ailleurs, avec la mise en place future de la directive UCITS 4, nous pensons que plusieurs activités dites "annexes" pourraient se faire sur d'autres places. La nouvelle directive donne par exemple le passeport européen à la société de gestion (La directive UCITS 3 ne donnait ce passeport européen qu'au fonds).

Pour ce qui est de notre analyse de la fragmentation de l'activité, nous pensons que la structure de localisation (section 6.5.1) n'a pas vraiment changé. Cependant, il faut signaler qu'au lendemain de la crise, certains marchés, notamment le Royaume

Uni, ont dû licencier plusieurs professionnels de fonds. Une explication indirecte est qu'avec les restrictions de gammes de fonds et les fusions / acquisitions de sociétés de gestion, les entreprises ont dues se séparer des salariés en "double emploi". Ces professionnels se sont pour la plupart retrouvés sur d'autres marchés tels que la Suisse, le Luxembourg et la France.

Concernant la domiciliation des fonds (section 6.5.2), la structure a fortement changé. Si notre étude prévoyait une décroissance et dans une certaine mesure une stagnation de l'activité de domiciliation en Irlande, nous pensons que la place irlandaise des fonds est plus qu'en décroissance. En effet avec les déboires rencontrés par le pays suite à la crise, plusieurs sociétés de gestion ont transféré leur fonds vers le Luxembourg ou sur d'autres marchés européens.

Par ailleurs, avec des changements survenus au plan fiscal, plusieurs sociétés de gestion pourrait aussi quitter le Royaume Uni. Contrairement au cas de Royaume Uni, le nouveau régime fiscal italien pourrait favoriser le lancement de nouveau fonds sur le marché.

Pour ce qui est du Luxembourg, nous restons optimistes. Le pays s'est récemment illustré dans l'industrie des fonds en étant encore une fois le premier à transposer en loi nationale la directive UCITS 4. Par ailleurs, le Luxembourg a aussi entrepris de favoriser la domiciliation d'autres produits tels que les Exchange-traded fund.

L'analyse des pays de distribution (section 6.5.3) reste quelque peu d'actualité. Les marchés matures (exemple de la France et l'Allemagne) ont continué à jouer leur rôle. Cependant, depuis la crise de 1998, l'Italie enregistre de difficiles années de décollectes massives. L'association Assogestioni<sup>13</sup> reste toutefois optimiste. Les pays de l'Est et nordiques (Pologne, Suède...) semblent n'avoir pas vraiment tenu leur

---

<sup>13</sup> *L'équivalent italien de l'Association Française de la Gestion Financière (AFG)*

promesse de marchés de distribution émergents<sup>14</sup>.

Depuis notre enquête, plusieurs stratégies politiques (section 7.4.1) ont été intensifiées au Luxembourg :

- La modernisation du système éducatif notamment l’université et les centres de recherche (CRP),
- Les facilités accordées aux travailleurs immigrés qualifiés notamment en matière de permis de travail,
- Les aides à l’habitat pour les personnes physiques et la construction de nouveaux sites en vue de la décentralisation de la ville de Luxembourg (Esch Belval),
- L’amélioration et la diversification des activités culturelles,
- La participation au TGV-est s’avère rentable. Plus de 366 000 voyageurs en 2008,
- L’amélioration continue du cadre fiscale (directives européennes),
- La restructuration du cadre réglementaire (la CSSF, le commissariat aux assurances, le révisorat d’entreprises ...).

Sur le plan réglementaire, l’industrie européenne des fonds d’investissement est maintenant guidée par la quatrième directive européenne sur les OPCVM (UCITS IV). Cette nouvelle directive a été adoptée par le Parlement Européen et le Conseil de l’Union Européenne le 22 juin 2009 pour pallier ces insuffisances de la précédente, UCITS III. La nouvelle directive UCITS IV introduit plusieurs mesures importante, au nombre desquelles :

1. la possibilité pour une société de gestion de gérer des OPCVM domiciliés dans d’autres Etats membres (passeport des sociétés de gestion),

---

<sup>14</sup> *Statistiques de l’Association Européenne de la Gestion Financière ou European Fund and Asset Management Association (EFAMA)*,

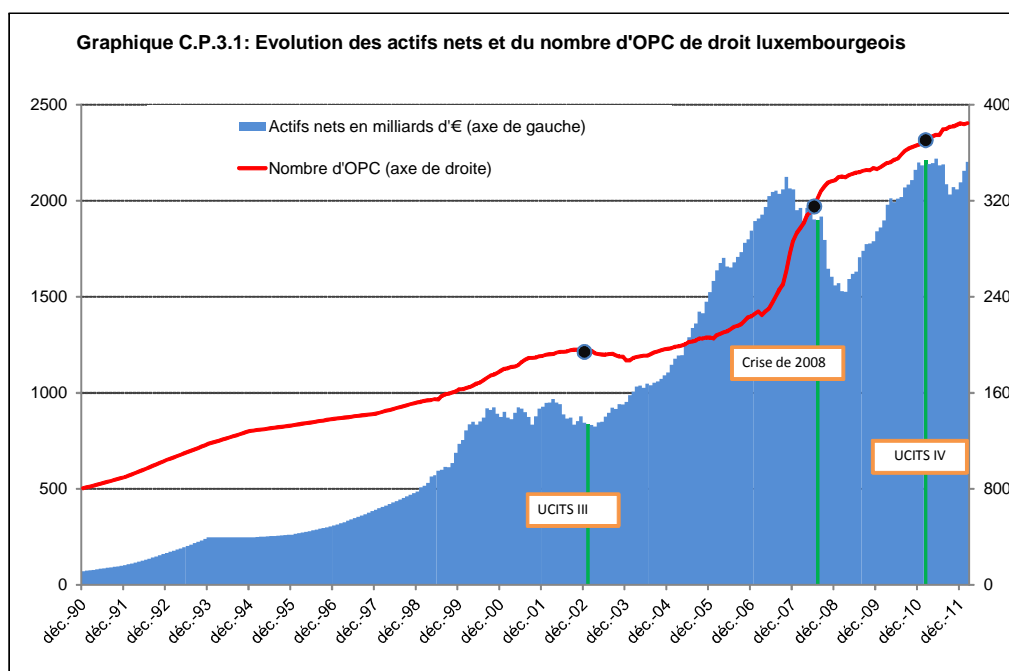
2. la possibilité pour les OPCVM d'adopter des structures basées sur des fonds maîtres et des fonds nourriciers (Master-Feeder),
3. l'introduction d'une réglementation européenne harmonisée permettant de fusionner des OPCVM également sur une base transfrontalière,
4. le remplacement du prospectus simplifié actuel par un document harmonisé fournissant aux investisseurs les informations essentielles en termes d'objectifs, de risques, de performances et de coûts (Key Investor Information Document ou KIID)
5. la simplification de l'enregistrement d'OPCVM dans un autre Etat membre (exemple de la possibilité d'enregistrer des fonds sans traduire les prospectus et autres documents légaux en plusieurs langues)

La directive UCITS IV devrait être transposée en droits nationaux (pour les pays membres de l'Union Européenne) avant le 1er juillet 2011. Son objectif premier est de conduire à la structuration d'un véritable marché européen des fonds d'investissement. Ce qui devrait intensifier la concurrence entre les acteurs financiers mais aussi entre les places financières afin d'attirer les sociétés d'investissement tout en améliorant leur attractivité.

En adoptant, le 16 décembre 2010, le projet de loi 6170 concernant les organismes de placement collectif et portant transposition de la directive UCITS IV, le Luxembourg devient le premier pays dans lequel la nouvelle réglementation entre en entrée en vigueur (1er janvier 2011). L'Allemagne est le second pays (3 juin 2011). Ils seront suivis par les Pays Bas, le Danemark, la Suède, et le Royaume Uni. En France, il a fallu attendre bien après les délais, le 1er Août 2012, pour son entrée en vigueur. Cependant, au premier trimestre 2012, certains pays ne sont toujours pas sous UCITS IV : Belgique, Bulgarie, Chypre, Grèce, Italie, Lettonie, Lithuanien, Pologne, Portugal et Roumanie.

Le Luxembourg bénéficie déjà d'un statut privilégié en la matière en Europe. En effet, outre les avantages fiscaux déjà en vigueur, le pays a développé depuis plusieurs années un savoir-faire en matière de services autour de la gestion d'actifs (valorisation des fonds, administration de fonds). La force des résultats de notre analyse nous permet de conclure que l'économie luxembourgeoise des fonds reste encore compétitive et attractive.

De ce qui précède nous pouvons continuer à soutenir la pertinence de notre enquête statistique dans l'industrie des fonds au Luxembourg. De ses résultats, nous analysons le processus de localisation multiple selon l'activité vue par les professionnels de fonds au Luxembourg. Notre étude statistique montre que les premiers acteurs de l'émergence d'une place financière de fonds d'investissement sont les entreprises de fonds, les institutions bancaires, les investisseurs privés, les assurances et les ressortissants de l'Union Européens. En termes de collectes, cette étude montre l'essor des investisseurs institutionnels au détriment des investisseurs privés. Notre étude confirme le fait que le développement d'une industrie induit celui d'autres industries.



## Conclusion générale

Nous avons montré que la compétitivité est la capacité dont dispose une industrie à proposer à tout moment des biens et services répondant aux attentes locales et internationales ; elle représente aussi la capacité à pénétrer et à s'imposer sur de nouveaux marchés. Par ailleurs, la compétitivité est incontestablement le résultat d'une panoplie de facteurs aussi bien nationaux qu'internationaux qui s'exprime globalement en termes d'attractivité.

De cette analyse nous concluons, également que l'attractivité est la capacité à conserver sur son territoire les entreprises nationales et étrangères qui y sont installées. Il peut aussi s'agir de la capacité à attirer les investisseurs étrangers afin qu'ils contribuent à la croissance et à l'emploi dans le pays.

L'examen des principaux outils d'analyse montre que l'implication de la théorie du commerce international dans l'étude de la compétitivité est consécutive à la mise en place de politiques de protection des industries locales. Nous avons par ailleurs démontré que le principal simulateur de compétitivité est la valorisation de ses propres acquis ou potentialités. Ainsi, en vue de continuer à bénéficier des avantages compétitifs, toute industrie pour qu'elle soit viable doit soit s'ajuster soit accepter de disparaître.

Par ailleurs, nous avons montré que les concepts d'attractivité et de compétitivité d'un territoire ou d'une industrie ne sont pas statiques. En effet, en vue de répondre aux bouleversements des conditions du marché, ils changent constamment.

Malgré les difficultés de définitions, certaines institutions ont entrepris de proposer des indicateurs d'attractivité et de compétitivité dont l'objectif est de comparer différents territoires. Certains de ceux-ci sont réputés pour leur vide théorique quant aux



fondements conceptuels, d'autres, par contre, sont critiqués pour leur méthodologie arbitraire surtout dans le choix des variables et de leurs pondérations.

Du fait de ces insuffisances, les utilisateurs combinent différents indices afin de mieux cerner la compétitivité d'un territoire donné. Ils s'accordent ordinairement à reconnaître que les plus complets sont les indices de compétitivité globale de l' *International Institute for Management Development* et du Forum Economique Mondial. Ainsi, nous concluons que l'Europe en générale et l'Allemagne, la Belgique, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Islande, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède en particulier étaient les destinations les plus attractives avant la crise de 2008.

La compétitivité suppose un niveau de prix beaucoup plus attractif que celui des concurrents. De ce fait, une économie compétitive est celle qui dispose d'une aptitude à générer et consolider son profit tout en maintenant ou accroissant sa part de marché. Par conséquent, la compétitivité d'un territoire suppose la mise en place de politiques économiques visant à attirer le maximum de firmes rentables. Cette définition large de la compétitivité converge vers les définitions de l'attractivité rencontrées dans la littérature.

Notre analyse des places financières montre qu'il existe plusieurs avantages liés à l'existence d'une place financière dans un pays. Ainsi, un centre financier étant généralement synonyme de réduction des coûts des infrastructures, cela induit le développement de l'activité des firmes multinationales par un accroissement de leur valeur ajoutée. Il peut aussi être source d'afflux de capitaux conduisant à une efficience du marché des capitaux tout en décrivant une internationalisation de ceux-ci. Par ailleurs, le dynamisme d'une place induit l'efficience des établissements financiers.

Le développement de la place financière est généralement un facteur d'amélio-

ration du revenu de l'Etat. En effet, il s'agit d'une source supplémentaire d'impôts prélevés aussi bien sur le revenu des travailleurs que sur celui des entreprises. Même si le développement d'une place financière peut rendre difficile la mise en place des politiques monétaires compte tenu de la dépendance extérieure, il convient de signaler toutefois que le rapport avantages / inconvénients de l'émergence d'une place reste globalement favorable au pays hôte. C'est ce qui explique que toutes les villes cherchent à améliorer leur attractivité.

La littérature évoque plusieurs raisons du développement des centres financiers. Cependant, le cas spécifique des centres de fonds d'investissement est très peu traité. Une place financière offrant la capacité de gérer plus aisément des capitaux de plus en plus importants connaîtra un développement de son industrie des fonds ; en effet, ces fonds pourront aisément être commercialisés sur différents marchés sans y être implantés physiquement. Cette place devrait accepter une intégration des marchés.

Le développement des centres financiers a engendré un essor considérable de l'industrie des fonds d'investissement. Cette thèse donne des fondamentaux supplémentaires au monde académique et aux professionnels pour la compréhension des politiques de développement des places financières de fonds. Au-delà d'une tentative de conciliation des définitions et de l'étude de l'organisation des centres financiers, nous apportons des réponses à la question de la compétitivité et à l'attractivité des places financières de fonds.

Dans notre analyse de la compétitivité des places financières de fonds d'investissement, nous avons défini la notion d'économie des fonds d'investissement qui résume tous les sujets portant sur cette industrie des fonds. Le principal ajout de cette thèse est d'avoir confronté la théorie économique avec des modèles théorique et des résultats d'enquêtes. L'économie des fonds d'investissement est aujourd'hui au cœur de l'activité des places financières. Celles-ci sont engagées dans une concurrence importante

en vue d'attirer les investissements directs étrangers.

Dans une modélisation de l'interaction entre gérants de fonds et investisseurs, nous trouvons que la décision d'investir est une fonction croissante du revenu de l'individu et fonction décroissante de la préférence pour le présent. Nous déterminons ainsi un profil idéal d'allocation de portefeuille chez l'investisseur. Notre modèle illustre deux situations extrêmes. Dans un premier temps, en équilibre concurrentiel, en cas de mimétisme les firmes ne commercialisent que des fonds exclusivement constitués d'actifs sans risque. Dans un second temps, également en équilibre concurrentiel, les firmes sont en situation de différenciation maximale.

Dans la modélisation de l'interaction entre les fonds et leur environnement, nous introduisons la notion de fiscalité comme sources de profit pour les places financières et de désutilité pour les firmes. Ainsi, l'attractivité d'un territoire est influencée aussi bien par ses propres stratégies que par celles offertes par la place concurrente. Dans une économie réglementée, nous concluons en une différenciation stratégique qui aboutit, à terme, à une attractivité identique des deux places en termes de taille, mais à une fragmentation nette de l'activité. En effet, l'une des places se spécialisera en domiciliation et l'autre en production.

Notre modèle montre aussi qu'en absence de régulateur, à l'équilibre, les places proposent les mêmes stratégies d'attractivité. Cette situation conduit à une annulation des taxes. Dans ce cas, nous retrouvons des places proposant la même activité et présentant les mêmes niveaux de développement. Par ailleurs, une stratégie de préférence nationale semble peu intéressante car elle conduit à une annulation des taxes sur le territoire alors que la stratégie d'ouverture reste efficiente avec du profit. Aussi, la fixation d'un quota de stratégie conduit, à terme, à une baisse d'attractivité des places ; en effet, la désutilité de choix des firmes tend à s'accroître.

De l'enquête statistique, il ressort que les acteurs de l'industrie sont convaincus à la fois de l'attractivité et de la compétitivité de la place luxembourgeoise des fonds d'investissement. Ce succès est notamment attribué à plusieurs facteurs dont particulièrement le cadre réglementaire et fiscal, la proximité et la qualité des différents acteurs (auditeurs, avocats, concurrents..), la qualité de vie et les équipements publics. Par ailleurs, il conviendrait que les autorités luxembourgeoises fassent plus d'efforts pour le système éducatif et la recherche, et concourent à une amélioration de l'image des structures politiques et administratives.

Aussi concluons-nous que le cadre réglementaire et fiscal, le marché du travail, l'efficacité des structures politiques et administratives, la proximité des acteurs et des concurrents, les transports, le potentiel économique et les infrastructures de communication sont les principaux déterminants de l'attractivité dans l'industrie des fonds. Par ailleurs, les premiers acteurs du développement d'une place financière de fonds d'investissement sont les entreprises de fonds, les institutions bancaires, les investisseurs privés, les assurances et les ressortissants de l'Union Européenne. En termes de collectes de fonds, cette étude montre l'essor des investisseurs institutionnels. Notre étude confirme le fait que le développement d'une industrie induit celui d'autres industries.

En fait, au fil des années, les autorités luxembourgeoises ont mis en œuvre diverses stratégies pour consolider et accroître l'industrie des fonds. Finalement, cette thèse souligne la compétitivité et l'attractivité de la place financière luxembourgeoise. Toutefois, compte tenu de la fragmentation de l'activité, il convient de signifier qu'en termes de domiciliation ce sont la France, l'Irlande et le Luxembourg qui sont les plus compétitives. Pour ce qui est de la gestion, les trois pays les plus compétitifs sont l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni.

# ANNEXES

### Annexe A4.1: Les entreprises de fonds d'investissement

Les entreprises sont neutres au risque et leur fonction de production est donnée par

$$Y_{t+1} = A_{t+1} k_{t+1}^\phi \quad \text{avec} \quad 0 < \phi < 1 \quad (1a)$$

- $Y$  est la production par tête;
- $A$  est la productivité globale des facteurs;
- $k$  est le capital par tête;
- $t$  est le facteur temporel.

L'investissement dans le capital des entreprises étant source de risque, nous supposons que cela est induit par l'aléa sous-tendant la productivité globale des facteurs. Pour cela, nous faisons l'hypothèse de normalité de la productivité globale des facteurs. Ainsi,  $A_{t+1} \rightarrow N(\bar{A}; \sigma^2)$ .

Acceptant l'hypothèse de neutralité au risque, il est possible d'égaliser la productivité marginale anticipée au taux d'intérêt international. On a donc :

$$\phi \bar{A} k_{t+1}^{\phi-1} = r \quad (2a)$$

De plus, à capital bien déterminé, en  $t + 1$ , la valeur  $A_{t+1}$  du progrès technique est atteinte. Il est donc possible d'égaliser le salaire à la productivité marginale du travail.

On obtient ainsi :

$$w_{t+1} = (1 - \phi) A_{t+1} k_{t+1}^{\phi-1} \quad (3a)$$

Le profit de l'entreprise est de la forme suivante :

$$\Pi_{t+1} = \phi A_{t+1} k_{t+1}^{\phi-1} \quad (4a)$$

L'agent ayant investi  $(1 - \alpha) e_t$  dans le capital des entreprises en  $t$ , obtient en  $t+1$  une fraction  $\frac{(1-\alpha) e_t}{k_t}$  du profit, c'est-à-dire  $(1 - \alpha) e_t \left(1 + \phi A_{t+1} k_{t+1}^{\phi-1}\right)$ . On déduit ainsi le rendement  $R_{t+1}$  de l'épargne  $(1 - \alpha) e_t$  investi dans le capital des entreprises:

$$R_{t+1} = \phi A_{t+1} k_{t+1}^{\phi-1} = r \frac{A_{t+1}}{A} \quad (5a)$$

Acceptant l'équation (5a), la matrice de contrainte budgétaire (5.1) devient :

$$\left\{ \begin{array}{l} C_t = w_t - e_t \\ e_t = \alpha e_t + (1 - \alpha) e_t \\ C_{t+1} = (1 - f) \cdot e^\tau \cdot \left[ \alpha e_t (1 + r - \delta) + (1 - \alpha) e_t \left(1 + r \frac{A_{t+1}}{A}\right) \right] \\ \quad = e_t \cdot (1 - f) \cdot e^\tau \cdot \left[ \alpha (1 + r - \delta) + (1 - \alpha) \left(1 + r \frac{A_{t+1}}{A}\right) \right] \end{array} \right. \quad (6a)$$

### Annexe A4.2 : une approximation de l'utilité des investisseurs

Prendre une forme logarithmique de la fonction d'utilité des investisseurs permet d'avoir une concavité de celle-ci. Comme il est de coutume dans les modèles à générations successives, nous incorporons un paramètre  $p$  pour caractériser la préférence pour le présent.

La fonction d'utilité de l'investisseur est ainsi de la forme :

$$U_t = Ln(C_t) + \frac{1}{1+p} \cdot Ln(C_{t+1}) \quad (7a)$$

$$U_t = Ln(w_t - e_t) + \frac{1}{1+p} \cdot Ln \left[ e_t \cdot (1-f) \cdot e^{\tau} \cdot [\alpha(1+r-\delta) + (1-\alpha) \cdot \left(1 + r \frac{A_{t+1}}{\bar{A}}\right)] \right]$$

$$U_t = \frac{1}{1+p} Ln \left[ \alpha(1+r-\delta) + (1-\alpha) \left(1 + r \frac{A_{t+1}}{\bar{A}}\right) \right] + \frac{1}{1+p} \cdot Ln[e_t \cdot e^{\tau} (1-f)] + Ln(w_t - e_t) \quad (8a)$$

La productivité globale des facteurs dans la consommation de seconde période suivant une loi normale, un moyen pour la faire ressortir est de procéder à un développement limité. Le développement limité d'ordre 2 au voisinage de  $\bar{A}$  permet de trouver un multiplicateur  $(A - \bar{A})^2$  dont l'espérance mathématique correspond à la variabilité  $\sigma^2$  de la productivité du capital des entreprises.

Soit  $C'_{t+1}$ , le développement limité d'ordre 2 de la consommation de seconde période au voisinage de  $\bar{A}$  ; et, soit  $E_t(C'_{t+1})$  l'espérance mathématique de  $C'_{t+1}$

$$C'_{t+1} = Ln[e_t \cdot e^{\tau} \cdot (1-f)] + Ln[1+r-\delta \cdot \alpha] + (A - \bar{A}) \frac{(1-\alpha) \cdot r}{[1+r-\delta \cdot \alpha]} - \frac{(A - \bar{A})^2}{2 \cdot \bar{A}^2} \cdot \frac{[r \cdot (1-\alpha)]^2}{[1+r-\delta \cdot \alpha]^2} \quad ((9a))$$



$$E_t \left( C'_{t+1} \right) = \text{Ln}[e_t \cdot e^\tau \cdot (1 - f)] + \text{Ln}[1 + r - \delta \cdot \alpha] - \frac{\sigma^2}{2 \cdot \bar{A}^2} \frac{[r(1 - \alpha)]^2}{[1 + r - \delta \cdot \alpha]^2} \quad (10a)$$

Soit  $E_t(U_t)$  l'espérance de l'utilité en prenant en compte la linéarisation de  $C_{t+1}$ ,  
la consommation en seconde période.

$$E_t(U_t) = \frac{1}{1+p} \text{Ln}[e_t \cdot e^\tau \cdot (1 - f)] + \frac{1}{1+p} \cdot \text{Ln}[1 + r - \delta \cdot \alpha] - \frac{1}{1+p} \cdot \frac{\sigma^2}{2 \cdot \bar{A}^2} \cdot \frac{[r(1 - \alpha)]^2}{[1 + r - \delta \cdot \alpha]^2} + \text{Ln}(w_t - e_t) \quad (11a)$$

### Annexe A4.3 : la détermination des proportions d'actifs

Afin de déterminer  $e_t$  et  $\alpha$ , nous cherchons les conditions de premier ordre de l'espérance de la fonction d'utilité ( $U_t$ )

$$\frac{\partial E_t(U_t)}{\partial e_t} = \frac{-1}{w_t - e_t} + \frac{1}{(1+p).e_t} \quad (12a)$$

$$\frac{\partial E_t(U_t)}{\partial \alpha} = \frac{1}{1+p} \left[ \frac{-\delta}{[1+r-\alpha.\delta]} \right] + \frac{1}{1+p} \left[ \left( \frac{r}{\bar{A}} \cdot \sigma \right)^2 \frac{[(\alpha-1)(1+r-\delta)]}{[1+r-\alpha.\delta]^3} \right] \quad (13a)$$

En posant

$$\frac{\partial E_t(U_t)}{\partial e_t} = 0 \Leftrightarrow e_t = \frac{w_t}{(2+p)} \quad (14a)$$

En posant  $\frac{\partial E_t(U_t)}{\partial \alpha} = 0$ , on obtient deux expressions de  $\alpha$  différentes en fonction du signe devant la racine:

$$\alpha_i = \frac{2\bar{A}^2 \sigma^2 [(1+r)] + r.\sigma (1+r-\delta) \left[ r.\sigma \pm \sqrt{(2.\bar{A}.\delta)^2 + (r.\delta)^2} \right]}{2\bar{A}^2 \delta^3} \quad (15a)$$

Par hypothèse,  $r > \delta > 0$ . Intuitivement, il est plus commode de prendre un signe positif avant la racine pour garantir la positivité de  $\alpha$ . Utiliser une formule avec un signe négatif devant la racine compliquerait inutilement les calculs. En effet, il faudrait alors montrer que:

$$2\bar{A}^2 \sigma^2 [(1+r)] + (r.\sigma)^2 (1+r-\delta) > r.\sigma (1+r-\delta) \sqrt{(2.\bar{A}.\delta)^2 + (r.\delta)^2}$$

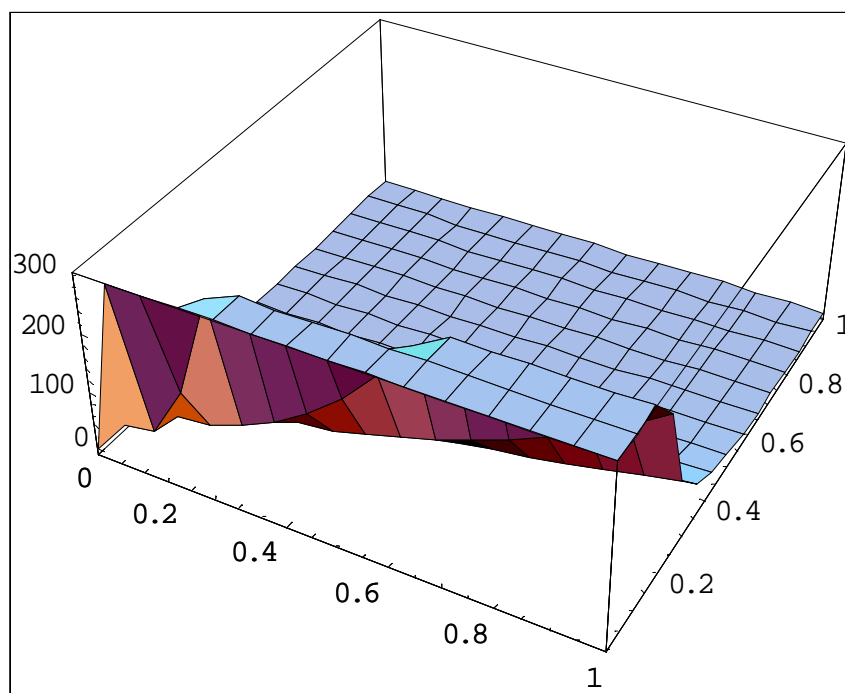
De plus, une simulation de résultats d'évolution de  $\alpha$  donne dans ce cas des conclusions contradictoires à la littérature. En effet, la simulation de cette configuration

$$\alpha_1 = \frac{2\bar{A}^2\sigma^2[(1+r)] + r.\sigma(1+r-\delta) \left[ r.\sigma - \sqrt{(2.\bar{A}.\delta)^2 + (r.\delta)^2} \right]}{2\bar{A}^2\delta^3}$$

avec

$$\bar{A} = r = 1, \sigma \in [0,1] \text{ et } \delta \in ]0,1[$$

on a le graphique suivant



Suivant cette configuration, la part de l'actif sans risque décroît avec la variabilité du capital. Or, une plus grande variabilité du capital traduit une hausse du risque. Les investisseurs étant averses au risque par hypothèse, il y a donc contradiction. Il convient

donc de ne pas prendre de signe négatif devant la racine contenue dans la formulation de  $\alpha$ .

$$\alpha = \frac{2\bar{A}^2 \sigma^2 [(1+r)] + r \cdot \sigma (1+r-\delta) \left[ r \cdot \sigma + \sqrt{(2\bar{A} \cdot \delta)^2 + (r \cdot \delta)^2} \right]}{2\bar{A}^2 \delta^3} \quad (16a)$$

La matrice de contrainte budgétaire (5.11) devient par conséquent :

$$\left\{ \begin{array}{l} C_t = \frac{p+1}{p+2} \cdot w_t \\ e_t = \alpha \frac{w_t}{(2+p)} + (1-\alpha) \frac{w_t}{(2+p)} \\ C_{t+1} = (1-f) \cdot e^\tau \cdot \left[ \alpha \frac{w_t}{(2+p)} (1+r-\delta) + (1-\alpha) \frac{w_t}{(2+p)} \left( 1 + r \frac{A_{t+1}}{A} \right) \right] \\ \quad = \frac{w_t}{(2+p)} \cdot e^\tau \cdot (1-f) \cdot [\alpha (1+r-\delta) + (1-\alpha) \left( 1 + r \frac{A_{t+1}}{A} \right)] \end{array} \right. \quad (17a)$$

#### Annexe A4.4: une étude de variation de $\alpha$

L'étude de la variation de  $\alpha$  se fait par la recherche de signes de dérivées.

$$\alpha = \frac{2\bar{A}^2 \sigma^2 [(1+r)] + r \cdot \sigma (1+r-\delta) \left[ r \cdot \sigma + \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2} \right]}{2\bar{A}^2 \delta^3} \quad (18a)$$

1)

$$\frac{\partial \alpha}{\partial \bar{A}} = - \frac{r \cdot \sigma \cdot (1+r-\delta) \left[ 2\bar{A}^2 \cdot \sigma^2 + \left( r \cdot \sigma + \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2} \right) \right]}{2\bar{A}^2 \cdot \delta^3 \cdot \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2}} \quad (19a)$$

On démontre aisément que  $\frac{\partial \alpha}{\partial \bar{A}} < 0$ ; Ainsi  $\alpha$  décroît avec  $\bar{A}$

2)

$$\frac{\partial \alpha}{\partial \sigma} = \frac{r\sigma(1+r-\delta) \left[ r + \frac{r^2 \cdot \sigma}{\sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2}} \right] + r(1+r-\delta) \left( r\sigma + \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2} \right)}{2\bar{A}^2 \delta^3} \quad (20a)$$

De façon analogue, on montre que  $\frac{\partial \alpha}{\partial \sigma} > 0$ ; Ainsi  $\alpha$  croît avec  $\sigma$ .

3)

$$\frac{\partial \alpha}{\partial \delta} = \frac{-1}{2\bar{A}^2 \delta^4 \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2}} \left\{ \begin{array}{l} 4r\sigma (\bar{A}\delta)^2 (2+2r-\delta) \\ + (r\sigma)^3 (3+3r-2\delta) \\ + 8 \cdot (\delta\bar{A})^2 (1+r) \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2} \\ + 4r\sigma^2 (3+3r-2\delta) \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2} \end{array} \right\} \quad (21a)$$

On montre aussi que  $\frac{\partial \alpha}{\partial \delta} < 0$ . De ce fait,  $\alpha$  décroît avec  $\delta$ .

4)

$$\frac{\partial \alpha}{\partial r} = \frac{1}{2\bar{A}^2 \delta^3 \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2}} \left\{ \begin{array}{l} r\sigma^2 (2 + 3r - 2\delta) \left[ r\sigma + \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2} \right] \\ + \\ 2 (\bar{A}\delta)^2 \left( \sigma (2 + 4r - 2\delta) + \sqrt{(2\bar{A}\delta)^2 + (r\delta)^2} \right) \end{array} \right\} \quad (22a)$$

On montre que  $\frac{\partial \alpha}{\partial r}$  s'annule en deux points

$$r_i = \frac{4\sigma^2 [\delta - 1] + (-1)^i 2\sigma \sqrt{3 (\bar{A}\delta)^2 + (\sigma - \delta)^2 + \delta^2 (\sigma^2 - 1)}}{3\sigma^2}, \text{ avec } i = 1, 2 \quad (23a)$$

Avec  $0 < \delta < 1$ , on montre aisément que  $r_1 < 0$ , ce qui par hypothèse est impossible. Il convient donc d'analyser le signe de  $\frac{\partial \alpha}{\partial r}$  dans l'intervalle  $[0, r_2]$ ; cela n'a pas d'importance fondamentale si  $r_2 > 1$ . De plus  $r_2 > 0$ , le signe de la dérivée avant  $r_2$  et après  $r_1$  peut être déterminé en calculant la dérivée en  $\frac{\partial \alpha}{\partial r}(0) = \frac{1}{\delta} > 0$ . On conclut donc que la dérivée est positive sur l'intervalle  $[0, 1]$ . Ainsi, on montre que, sur cet intervalle  $[0, 1]$ , la fonction de  $\alpha$  croît avec  $r$ .

### Annexe A4.5 : la détermination de la différence de profils

Le théorème de l'enveloppe nous permet de calculer aisément les dérivées du profit des firmes.

$$\frac{\partial \Pi_i}{\partial \theta_i} = \left[ \frac{\partial \Pi_i}{\partial \theta_i} + \frac{\partial \Pi_i}{\partial C_j} \cdot \frac{\partial C_j^*}{\partial \theta_i} + \frac{\partial \Pi_i}{\partial C_i} \frac{\partial C_i^*}{\partial \theta_i} \right] + \frac{\partial \Pi_i}{\partial C_i} \frac{\partial C_i^*}{\partial \theta_i}$$

$$\frac{\partial \Pi_i}{\partial \theta_i} = f^* \left[ \frac{\partial a_i}{\partial \theta_i} + \frac{\partial a_i}{\partial C_j} \frac{\partial C_j^*}{\partial \theta_i} \right] \quad (24a)$$

Etant donné que  $C_i^*(\theta_1, \theta_2)$  maximise le profit (concavité en  $C$ ) de la firme  $i$ , on en déduit, selon les conditions de premier ordre:

$$\frac{\partial \Pi_i}{\partial C_i} = 0$$

$$\frac{\partial a_i}{\partial \theta_i} = \frac{1}{2} + \frac{(1-\eta) \left[ (C_i^*)^{\alpha-1} - (C_j^*)^{\alpha-1} \right]}{2.d.(1-\theta_i-\theta_j)} = \frac{1}{2} \quad (\text{car } C_i^* = C_j^*) \quad (25a)$$

La firme  $i$  augmente sa part de marché en proposant des produits de plus en plus semblables à ceux de sa concurrente  $j$ . Elle prospecte ainsi la clientèle de la firme concurrente.

$$\frac{\partial a_i}{\partial C_j} = \left[ \frac{(1-\eta)(1-f^*) \cdot \phi}{2.d.\lambda} \right] \hat{C}^{\phi-1}$$

$$\Rightarrow \hat{C} = \left[ \frac{2.d.\lambda}{\phi \cdot f^* \cdot N_p (1-\eta)(1-f^*)} \right]^{\frac{1}{\phi-1}}$$

$$\frac{\partial a_i}{\partial C_j} = \left[ \frac{-1}{N_p \cdot f^*} \right] \quad (26a)$$

$$\frac{\partial C_j^*}{\partial \theta_i} = \left[ \frac{1}{\lambda \cdot (1 - \phi)} \right] \hat{C}$$

$$\begin{aligned} \frac{\partial a_i}{\partial C_j} \frac{\partial C_j^*}{\partial \theta_i} &= \left[ \frac{-1}{N_p \cdot f^*} \right] \left[ \frac{1}{\lambda \cdot (1 - \phi)} \right] \cdot \hat{C} \\ \frac{\partial a_i}{\partial C_j} \frac{\partial C_j^*}{\partial \theta_i} &= \left[ \frac{-1}{N_p \cdot f^* \cdot \lambda \cdot (1 - \phi)} \right] \left[ \frac{2 \cdot d \cdot \lambda}{N_p \cdot f^* \cdot \phi \cdot (1 - f^*) \cdot (1 - \eta)} \right]^{\left[ \frac{1}{\phi - 1} \right]} \end{aligned} \quad (27a)$$

Si la firme  $i$  désire se rapprocher de la firme  $j$ , cette dernière augmente son niveau d'actifs risqués. Cette volonté devrait se traduire par une perte de clientèle dans la firme  $i$  dans le cas où les investisseurs sont attirés par le rendement. Cette situation conduit les firmes à différencier totalement leurs offres. Les produits étant parfaitement différenciés, l'intensité de la concurrence diminue.

$$\frac{\partial \Pi_i}{\partial \theta_i} = \frac{1}{2} - \left[ \frac{1}{N_p \cdot f^* \cdot \lambda \cdot (1 - \phi)} \right] \left[ \frac{2 \cdot d \cdot \lambda}{\phi \cdot N_p \cdot f^* \cdot (1 - \eta) \cdot (1 - f^*)} \right]^{\frac{1}{\phi - 1}} \quad (28a)$$

$$\frac{\partial \Pi_i}{\partial \theta_i} = 0 \Leftrightarrow \frac{1}{2} - \left[ \frac{1}{N_p \cdot f^* \cdot \lambda \cdot (1 - \phi)} \right] \left[ \frac{2 \cdot d \cdot \lambda}{\phi \cdot N_p \cdot f^* \cdot (1 - \eta) \cdot (1 - f^*)} \right]^{\frac{1}{\phi - 1}} = 0 \quad (29a)$$

La condition d'équilibre est donnée par

$$\lambda^* = \left[ \frac{N_p \cdot f^* \cdot (1 - \phi)}{2} \left[ \frac{2 \cdot d}{\phi \cdot (1 - f^*) \cdot (1 - \eta) \cdot N_p \cdot f^*} \right]^{\phi - 1} \right]^{\left( \frac{\phi - 1}{2 - \phi} \right)} \quad (30a)$$





## II/ Industry

### 5. According to you and regarding investment funds, what are the main actors to take into account within the framework of a survey about the development of financial centers?

(5= Very important; 4; 3;2; 1= not so important)

	Level
Non-financial companies	
Banking institutions	
Insurance (companies, brokers...)	
Investment funds and related entities	
Multinational companies (industry)	
Private investors	
Researchers	
Students	
Intellectuals	
European Union Citizens	
Non-European citizens	
National active population	
National non active people	

### 6. According to you, what determine the attractiveness of a financial place regarding investment funds?

(5= Very important; 4; 3;2; 1= not so important)

	Points
Location costs (land, building...)	
Research capacity	
Social atmosphere	
Economic potential / opportunities	
The labour market (availability and quality of the labour force...)	
School system	
Communication networks (telephone, Internet...)	
The legal, regulatory and fiscal framework (incentive measures, taxation...)	
Efficiency of political and administrative structures	
Public equipments (water, electricity, gas...)	
Town planning and housing	
Quality of life	
Culture and leisure potential	
Cost of living	
Transportation (roads, rails, airports...)	
Proximity of the main actors	
Proximity of other competitors	

### 7. In general and regarding net sales, what are the main actors in the fund industry?

(Please rank and give your opinion about the growth of their role)

Actors	Rank in 2006	Evolution of their role in the past (decrease, stagnation or increase)	Evolution of their role in the next 5 years (decrease, stagnation or increase)
Fund managers			
Insurance (companies, brokers...)			
Private investors			
Banking institutions			

**8. According to you, partial or total transfer of an investment fund company**

*(please choose one)*

Is a great benefit	
Is an assured competitiveness strategy	
Is a potential competitiveness strategy	
Brings no added value	

**9. What can be the motivations of investment fund companies in total or partial transfer?**

*(rank from 1 to 7)*

	Rank
To reduce costs	
To get closer to commercial partners	
To get closer to the competitors	
To win new markets	
To follow the market structure change	
To get closer to the private investors	
To benefit from legal framework	

**III/ Europe**

**10. According to you, what are the six (6) main European countries in terms of sales?**

Rank	Countries	Your estimation of investors' potentialities	
		in 2007 compared to 2006 (decrease, stagnation or increase)	For the next five years (decrease, stagnation or increase)
1			
2			
3			
4			
5			
6			

**11. According to you, where are funds managers mostly located?**

*List the first six European countries.*

Rank	Countries	How do you think it will evolve in the next five years
1		
2		
3		
4		
5		
6		

**12. According to you, where are the six most attractive financial centres in terms of fund domiciliation?**

*List the first six European countries.*

Rank	Countries	How do you think it will evolve in the next five years
1		
2		
3		
4		
5		
6		

**13. Please rank the main following costs relating to the fund industry.**

For

each proposition, identify the three most (3) attractive countries regarding the 6 countries listed in question 12

	Rank	3 most attractive countries
Costs of the labour force (compensation...)		
Location costs (leasehold ...)		
Transportation costs		
Public utilities costs (electricity, telephone....)		
Financial costs		
Tax		
Management costs and related costs		
Marketing expenditure		

**IV/ Luxembourg**

**14. Choose the main points which determine the attractiveness of Luxembourg.**

*S = Strong (maximum 5 choices); W = Weak (maximum 5 choices)*

	Levels
Location costs (leasehold, building...)	
Research capacity	
Social atmosphere	
Economical potential	
Labour market (availability and quality of the labour force...)	
School system	
Communication networks (telephone, Internet...)	
Legal, regulatory and fiscal framework (incentive, taxation...)	
Effectiveness of the political and administrative structures	
Collective equipments (water, electricity, gas...)	
Town planning and housing	
Quality of life	
Culture and leisure potential	
Cost of living	
Transportation (roads, rails, airports...)	
Proximity of the main actors	
Proximity of other competitors	

**15. Do you think Luxembourg is an attractive financial centre ?**

Very attractive	
Rather attractive	
Not attractive	

**16. Do you find Luxembourg fund industry competitive?**

Very competitive	
Rather competitive	
Not competitive	

**Annexe 7.2.1.1: Répartition des places européennes de domiciliation selon leur attractivité - coût**

	Rang							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Les coûts salariaux	76,04%	10,42%	6,25%	4,17%	3,13%			
Les taxes et Impôts	5,21%	41,67%	34,38%	15,63%	3,13%			
Les coûts financiers	13,54%	34,38%	22,92%	20,83%	5,21%	3,13%		
Les coûts immobiliers	5,21%	7,29%	29,17%	32,29%	13,54%	7,29%	2,08%	3,13%
Les coûts de transport		1,04%	9,38%	7,29%	29,17%	35,42%	11,46%	6,25%
Les frais de marketing		1,04%	2,08%	9,38%	11,46%	34,38%	28,13%	13,54%
Les coûts de gestion et assimilés		3,13%	2,08%	4,17%	15,63%	19,79%	34,38%	20,83%
Les coûts des biens publics		1,04%			12,50%	6,25%	23,96%	56,25%

	Rang								Total	
	1	2	3	4	5	6	7	8		
<b>Les coûts salariaux</b>										
Irlande	42,71%	10,42%	3,13%	1,04%	3,13%					60,42%
Luxembourg	44,79%	4,17%	6,25%	2,08%						57,29%
Espagne	34,38%	2,08%	3,13%	3,13%	1,04%					43,75%
Belgique	33,33%	3,13%	1,04%	1,04%						38,54%
Suisse	15,63%	5,21%	1,04%	1,04%	1,04%					23,96%
Italie	16,67%		1,04%		1,04%					18,75%
Pays-Bas	9,38%	4,17%	2,08%	2,08%						17,71%
France	11,46%		1,04%	1,04%						13,54%
Royaume-Uni	7,29%				2,08%					9,38%
Allemagne	5,21%	1,04%		1,04%	1,04%					8,33%
Suède	4,17%	1,04%								5,21%
Norvège	3,13%									3,13%
<b>Les coûts financiers</b>										
Luxembourg	8,33%	17,71%	11,46%	15,63%	4,17%	1,04%				58,33%
Suisse	9,38%	21,88%	11,46%	10,42%	3,13%	1,04%				57,29%
Irlande	5,21%	21,88%	14,58%	9,38%	2,08%	1,04%				54,17%
Royaume-Uni	2,08%	7,29%	6,25%	4,17%	1,04%	2,08%				22,92%
Belgique	3,13%	3,13%	4,17%	8,33%		2,08%				20,83%
Espagne	1,04%	8,33%	1,04%	4,17%	1,04%	1,04%				16,67%
Italie	2,08%	8,33%		4,17%	1,04%					15,63%
Pays-Bas	2,08%	4,17%	7,29%	2,08%						15,63%
France	2,08%	3,13%	6,25%	2,08%	1,04%					14,58%
Allemagne	3,13%	5,21%	4,17%		1,04%					13,54%
Suède	2,08%	2,08%	2,08%	2,08%	1,04%	1,04%				10,42%

	Rang								Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	
<b>Les coûts immobiliers (location d'immeuble. . .)</b>									
Espagne	4,17%	5,21%	15,63%	15,63%	8,33%	5,21%		3,13%	57,29%
Belgique	1,04%	4,17%	8,33%	15,63%	9,38%	5,21%	1,04%	1,04%	45,83%
Luxembourg	2,08%	3,13%	15,63%	12,50%	3,13%	5,21%	2,08%	1,04%	44,79%
Italie	5,21%	2,08%	10,42%	9,38%	1,04%	1,04%		3,13%	32,29%
Irlande			9,38%	13,54%	5,21%	2,08%	1,04%		31,25%
Suisse	1,04%	2,08%	11,46%	7,29%	5,21%		1,04%	1,04%	29,17%
France		3,13%	5,21%	9,38%	2,08%	2,08%			21,88%
Allemagne		1,04%	6,25%	4,17%	1,04%		1,04%		13,54%
Royaume-Uni	2,08%	1,04%	3,13%	3,13%	2,08%				11,46%
Suède			1,04%	4,17%	1,04%	1,04%			7,29%
Pays-Bas			1,04%	2,08%	2,08%				5,21%
<b>Les couts de gestion et assimilés</b>									
Irlande		1,04%	2,08%	2,08%	7,29%	10,42%	17,71%	9,38%	500,00%
Luxembourg		3,13%		2,08%	8,33%	4,17%	19,79%	11,46%	48,96%
France					7,29%	11,46%	18,75%	9,38%	46,88%
Royaume-Uni		3,13%	2,08%	5,21%	3,13%	9,38%	11,46%	8,33%	42,71%
Suisse		1,04%	1,04%	1,04%	8,33%	8,33%	13,54%	8,33%	41,67%
Espagne		1,04%		1,04%	3,13%	7,29%	5,21%	4,17%	21,88%
Italie			1,04%	1,04%	5,21%	3,13%	8,33%	3,13%	21,88%
Belgique					4,17%	1,04%	6,25%	4,17%	15,63%
Suède						2,08%	1,04%	2,08%	5,21%
Allemagne						2,08%		2,08%	4,17%
Pays-Bas							1,04%		1,04%
<b>Les frais de marketing</b>									
Irlande				4,17%	2,08%	6,25%	10,42%	3,13%	26,04%
Luxembourg		1,04%	2,08%	5,21%	6,25%	16,67%	11,46%	8,33%	51,04%
France				1,04%	3,13%	13,54%	11,46%	4,17%	33,33%
Royaume-Uni			1,04%	3,13%	7,29%	16,67%	13,54%	6,25%	47,92%
Suisse			1,04%	5,21%	5,21%	18,75%	14,58%	6,25%	51,04%
Espagne			2,08%	4,17%	1,04%	5,21%	6,25%	1,04%	19,79%
Italie				1,04%	3,13%	12,50%	4,17%	3,13%	23,96%
Belgique		1,04%		1,04%		6,25%	2,08%	3,13%	13,54%
Suède		1,04%		1,04%	1,04%		1,04%	1,04%	5,21%
Allemagne				2,08%	1,04%	2,08%	3,13%	2,08%	10,42%
Pays-Bas					2,08%	1,04%	3,13%	1,04%	7,29%
Norvège					2,08%	4,17%	3,13%	1,04%	10,42%

	Rang								Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	
<b>Les couts des biens publics (eau, électricité, téléphone. . . )</b>									
Irlande					7,29%	4,17%	6,25%	25,00%	42,71%
Espagne					5,21%	2,08%	11,46%	21,88%	40,63%
Belgique					5,21%	3,13%	11,46%	19,79%	39,58%
Italie	1,04%				7,29%	3,13%	5,21%	21,88%	38,54%
Luxembourg					2,08%	1,04%	6,25%	17,71%	27,08%
Suisse	1,04%					2,08%	10,42%	12,50%	26,04%
France					3,13%	1,04%	7,29%	13,54%	25,00%
Norvège	1,04%				1,04%		4,17%	11,46%	17,71%
Royaume-Uni					4,17%		2,08%	8,33%	14,58%
Pays-Bas					2,08%	1,04%	3,13%	7,29%	13,54%
Allemagne							2,08%	8,33%	10,42%
Suède						1,04%	2,08%	1,04%	4,17%
<b>Les taxes et Impôts</b>									
Luxembourg	3,13%	31,25%	17,71%	12,50%	2,08%				66,67%
Irlande	2,08%	21,88%	28,13%	10,42%	1,04%				63,54%
Suisse	1,04%	22,92%	28,13%	5,21%					57,29%
Espagne	3,13%	9,38%	7,29%	4,17%	3,13%				27,08%
Italie	2,08%	6,25%	5,21%	4,17%	1,04%				18,75%
France		10,42%	2,08%	2,08%	2,08%				16,67%
Belgique	2,08%	8,33%	4,17%						14,58%
Royaume-Uni	1,04%	6,25%	4,17%	1,04%					12,50%
Allemagne		3,13%	4,17%	3,13%					10,42%
Norvège		1,04%	1,04%	3,13%					5,21%
Suède	1,04%	3,13%		1,04%					5,21%
Pays-Bas		1,04%	1,04%						2,08%
<b>Les coûts de transport</b>									
Luxembourg				1,04%	4,17%	8,33%	2,08%	1,04%	16,67%
Irlande			4,17%	4,17%	8,33%	13,54%	3,13%	2,08%	35,42%
Suisse	1,04%		1,04%	1,04%	7,29%	9,38%	2,08%		21,88%
Espagne			4,17%	1,04%	8,33%	14,58%	3,13%	1,04%	32,29%
Italie			7,29%	2,08%	9,38%	8,33%	3,13%	4,17%	34,38%
France	1,04%		1,04%	2,08%	15,63%	14,58%	8,33%	4,17%	46,88%
Belgique			1,04%	1,04%	8,33%	6,25%	3,13%	2,08%	21,88%
Royaume-Uni				1,04%	4,17%	6,25%	3,13%	1,04%	15,63%
Allemagne			5,21%	4,17%	18,75%	15,63%	5,21%	2,08%	51,04%
Norvège						1,04%			1,04%
Suède	1,04%		2,08%	2,08%	2,08%	5,21%	1,04%	1,04%	14,58%
Pays-Bas			2,08%	2,08%	1,04%	3,13%			8,33%

## BIBLIOGRAPHIE

- [ADMA85] **Admati, R.** (1985) : Measuring investment performance in a rational expectations model; *Journal of Business* 58, pp.1-26.
- [ADMB86] **Admati, A. R. ; Bhattacharya, S. ; Pfliederer, P. ; Ross, S.A** (1986) : On timing and selectivity; *The Journal of finance*; Vol 46, pp.715-730.
- [AGRA02] **Agrawal, A. ; Cockburn, I.** (2002) : University research, industrial R&D, and the anchor-tenant hypothesis, *NBER Working Paper 9212*.
- [ALAY07] **Alaya, M. Nicet-Chenaf, N., Rougier, E.** (2007) : Politique d'attractivité des IDE et dynamique de croissance et de convergence dans les pays du Sud-Est de la Méditerranée, *Cahiers du Gretha n° 2007 :06*, Juin 2007.
- [ALIB76] **Aliber, R.** (1976) : Towards a theory of international banking; *Economic Review. Federal Reserve Bank of San Francisco*, Spring 5-8.
- [ANDE03] **Andersson F. ; Forslid R.** (2003) : Tax Competition and Economic Geography; *Journal of Public Economic Theory*, vol. 5, n o2, pp. 279-304.
- [ANSI01] **Ansidei, J.** (2001) : Les centres financiers internationaux; *Economica, collection Recherche en gestion*,. Paris 2001.
- [ARMS04] **Armstrong, M..** (2004) : Competition in Two-Sided Markets; *University College London working paper*.
- [AUGI98] **Augier, L. ; Mokrane, M.** (1998) : Asymétrie d'information, marchés financiers et pays émergents d'Asie du Sud-Est; In *Stratégies de la croissance et marchés émergents*; *Revue économique*; Vol 49 (1).



- [BALF03] **Baldwin, R. ; Forslid, R. ; Martin, P. ; Ottaviano, G. ; Robert-Nicoud, F.** (2003) : Economic Geography and Public Policy, *Princeton University Press*.
- [BALK04] **Baldwin, R. ; Krugman, P.** (2004) : Agglomeration, integration and tax harmonization ; *European Economic Review* 48.
- [BANK06] **Banque Mondiale** (2006) : Doing Business : Pratique des affaires en 2006 ; *Eska ; Édition, Collection LEGEECO* (www.doingbusiness.org).
- [BARR03] **Barro R. ; Sala-i-Martin X.** (2003) : Economic Growth ; *2nd Edition, Cambridge, MIT press*.
- [BASU02] **Basu, A. ; Srinivasan, K.** (2002) : Foreign direct investment in Africa - Some case studies ; *IMF working paper, WP/02/61*, March 2002.
- [BAUM67] **Baumol, W.J.** (1967) : The Macroeconomics of Unbalanced Growth : The Anatomy of Urban Crisis ; *American Economic Review, vol. 57, pp. 415-426*.
- [BAUP82] **Baumol, W. ; Panzar, J. ; Willig, R.** (1982) : Contestable Markets and the theory of industry structure ; *New York, Harcourt*.
- [BENO03] **Benoist, de H.** (2003) : Renforcer l'attractivité de l'économie française au service de la croissance et de l'emploi, Réflexions sur les conditions d'une meilleure attractivité de la France ; *Avis adopté par le Conseil Economique et Social le 22 janvier 2003*.
- [BERG89] **Bergstrand, J.** (1989) : The Generalized gravity equation, monopolistic competition and the factor proportions theory in international trade, *The Review of Economics and Statistics*, 71(1), pp 143-153.
- [BEUD04] **Berger, A. ; Udell, G.** (2004) : The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, pp. 458-495.

- [BLAK96] **Blake, C. ; Elton, E. ; Gruber, M.** (1996) : The persistence of risk adjusted mutual fund performance ; *Journal of business* n 69, pp. 133-157.
- [BLAK93] **Blake, C. ; Elton, E. ; Gruber, M.** (1993) : The performance of bond mutual funds ; *Journal of business* n 66 (3) , pp.371-403.
- [BLOM03] **Blomstrom, M. ; Kokko, A.** (2003) : The economics of foreign direct investment incentives ; *CEPR, February*.
- [BLON05] **Blonigen, B.A.** (2005) : A review of the empirical literature of FDI determinants, *NBER Working paper* n°11299, April 2005.
- [BOCC04] **Boccaro, F.** (2004) : L'attraction des investissements directs et des filiales étrangères dans la globalisation, *Bulletin de la Banque de France* n°123, Mars 2004.
- [BORN00] **Bornstein, M.** (2000) : Post-privatization enterprise restructuring, *William Davidson Institute Working Papers Series* n° 327, July 2000.
- [BFLO01] **Borio, C. ; Furfine, C. ; Lowe, P.** (2001), "Procyclicality of the financial system and financial stability : issues and policy options", *BIS Papers*, N° 1.
- [BOST04] **Bost, F.** (2004) Les investissements directs étrangers ; révélateurs de l'attractivité des territoires à l'échelle mondiale ; *M@ppemonde* 75 (2004.3).
- [BRAL93] **Brainard, S.L.** (1993) : A simple theory of multinational corporations and trade with a trade-off between proximity and concentration, *NBER Working Paper*, n° 4269, February 1993.
- [BRAS93] **Brainard S.L.** (1993) : An empirical assessment of the factor proportions explanation of multinational sales, *NBER Working Paper* n° 4583 ; December 2003.

- [BRAU85] **Braudel, F.** (1985) : La dynamique du capitalisme ; *Paris, Champs Flammarion N 192, Editions Arthaud, Paris (Conférences prononcées à l'université Johns Hopkins en 1976, texte anglais paru sous le titre de "Afteroughts on material civilization and capitalism" ; Baltimore ; Johns Hopkins University Press, 1977).*
- [BROK89] **Broker, G.** (1989) : La concurrence dans le secteur bancaire ; in *Tendance de la structure et de la réglementation des systèmes bancaires dans les pays de l'OCDE ; OCDE, Paris.*
- [BRON97] **Brown, S.J. ; Goetzmann, W.N.** (1997) : Mutual fund styles ; *Journal of financial economics ; n 43, pp. 373-399.*
- [BROW95] **Brown, S.J. ; Goetzmann, W.N.** (1995) : Performance persistence ; *The Journal of finance Vol 50, pp. 679-698.*
- [CARH97] **Carhart, M.** (1997) : On persistence in mutual fund performance ; *The Journal of finance, Vol. 52,n 1 March 1997, pp. 57-82.*
- [CAZA02] **Cazals, C. ; Florens J.P. ; Simar, L.**(2002) : Nonparametric Frontier Estimation : A Robust Approach ; *Journal of Econometrics, Vol. 106 (1), janvier 2002, pp. 1-25.*
- [CEPI99] **CEPII** (1999) : La compétitivité des Nations ; *CEPII, 1999.*
- [CERC02] **Cercle des Economistes** (2002) ; Renforcer la place financière de Paris pour renforcer la compétitivité française ; *Miméo, Rapport commandité par Paris-Europlace.*
- [CHAK01] **Chakrabarti, A.** (2001) : The determinants of Foreign Direct Investment : Sensitivity analyses of cross country regressions, *Kyklos, Vol.54, Fasc, pp114-189.*
- [CHAM33] **Chamberlain E.H.** (1933) : The Theory of Monopolistic Competition ; *Cambridge, Harvard University Press.*

- [CHAN85] **Chang, S.Y.** (1985) : The economic impact of offshore banking centers on the host countries ; *DBA Dissertation, The George Washington University.*
- [CHAR01] **Charzat, M.** (2001) : Rapport au Premier ministre sur l'attractivité du territoire, dit "*Rapport Charzat*", juillet 2001.
- [CHEN76] **Cheng, H-S.** (1976) : The U.S. West coast as an international financial center ; *Economic Review; Spring 9 19.*
- [CHEO03] **Cheong, Y.R.**(2003) : The Efficiency of Location Determination in China's Market Socialist Economic Development ; *Development and Society, Vol.32, No. 2 (December). pp. 173-195.*
- [CHEV99] **Chevalier, J. ; Ellison, G.** (1999) : Are some mutual fund managers better than others? Cross sectional patterns in behavior and performance ; *The journal of finance, Vol. 54 (3), June 1999, p. 875-899.*
- [CHOI84] **Choi, S-R.** (1984) : Economic rationale and consequences of international banking and financial centers ; *PhD dissertation, The University of Michigan.*
- [CHOS02] **Choi, S-R. ; Park, D. ; Tschoegl, A.E.** (2002) : Banks and the World's Major Banking Centers, 2000 ; *Center for Financial Institutions Working Papers 02-36, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.*
- [CHOR96] **Choi, S-R. ; Park, D. ; Tschoegl, A.E.** (1996) : Banks and the world's major banking centers, 1990 ; *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv), Springer, vol. 132(4), pages 774-793, December 1996.*
- [CHOR95] **Chordia, T.** (1995) : The structure of mutual fund Charges, *Journal of financial Economics, 41 (1996), pp. 3-39.*

- [CHRI00] **Christoffersen, S.** (2000) : The interdependence between mutual fund managers and investors in setting fees; *University of Pennsylvania, Management Department, Watson School, n-00-43, November 2000.*
- [COER03] **Coeuré, B. ; Rabaud, I.** (2003) : Attractivité de la France : analyse, perception et mesure; *Économie et Statistique n- 363-364-365.*
- [COVI90] **Covin, J. G. ; Covin, T. J.** (1990) : Competitive, aggressiveness, environment context and small firm performance; *Entrepreneurship theory practice.*
- [CRMM03] **Crozet M. ; Mayer, T., Mucchielli, J.L.** (2003) : Comment les firmes s'agglomèrent-elles?; in *Les Investissements Directs de la France dans la Globalisation : mesure et enjeux, Actes des Colloques Banque de France, Mars 2003.*
- [CUMB90] **Cumby, R.E. ; Glen, J.D.** (1990) : Evaluating the performance of international mutual funds; *The Journal of finance Vol-45, pp. 497-521.*
- [DANI97] **Daniel, K. ; Grunblatt, M. ; Titman, S. ; Wermers, R.** (1997) : Measuring mutual fund performance with characteristics based benchmarks; *The Journal of finance n-52(3), pp. 1035-1058.*
- [DASP79] **D'Aspremont, C. ; Gabszewicz, J. ; Thisse, J-F** (1979) : On Hoteling's Stability in Competition; *Econometrica Vol 47 (5) pp.1145-1150.*
- [DAVI01] **Davidoff, D.** (2001) : Fonds d'investissement spécialisés en Europe; In *Épargne et investissement en Europe; Revue d'économie financière n-64.*
- [DEBO02] **Debonneuil, M.** (2002) : Vieillesse et capitalisation; *CAE n 01-2002, Juillet 2002.*
- [DEDE87] **Debonneuil, M. ; Delattre, M.**(1987) : "La compétitivité-prix n'explique pas les pertes tendanciennes de parts de marché" **et** "Investisse-

- ment et adaptation : les ressorts de la "compétitivité volume", *Économie et Statistique*, n°203, octobre 1987, pp.5-14 & 15-22.
- [DEFR03] **Debonneuil, M. ; Fontagné, L.** (2003) : Rapport du Conseil d'analyse économique sur la compétitivité, *La Documentation française. Paris, mars 2003.*
- [DEVE02] **Devereux M. ; Griffith R.** (2002) : Evaluating tax policy for location decisions; *Centre for Economic Policy Research, Discussion Papers Series, 3247.*
- [DEVE99] **Devereux M. ; Griffith R.** (1999) : The taxation of discrete investment choices; *The Institute of Fiscal Studies, Working Papers Series 98/16 (revision 2).*
- [DEVE98] **Devereux M. ; Griffith R.** (1998) : Taxes and the location of production : evidence from a panel of US multinationals; *Journal of Public Economics, 68(3), pp. 335-367.*
- [DICT01] **Dictionnaire des sciences économique**, *Puf 2001.*
- [DIET92] **Dietsch, M.** (1992) : Coûts et concurrence dans l'industrie bancaire; *Rapport pour le Conseil National du Crédit et l'Association Française des Banques, Mars, 98.*
- [DIXI77] **Dixit A.K. ; Stiglitz J.E.** (1977) : Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity; *American Economic Review, 67, pp. 297-308.*
- [DUFF83] **Dufey, G.** (1983) : Banking in the Asian Pacific area, *Moxon, J.F. Truit and Roehl T. (eds); Asian Pacific dynamics; Greenwich, CT; JAL Press.*
- [DUGF78] **Dufey, G ; Giddy I. H.** (1978) : The international money market; *Englewood Cliffs, N.J. Prentae-Hall Inc.*

- [DUNN77] **Dunning, J.H.** (1977) : Trade, location of economic activity and the MNE : A search for an eclectic approach; *in* B. Ohlin, P.O. Hesselborn and P.M. Wijkman (eds), The international allocation of economic activity, Proceedings of a Nobel Symposium Held at Stockholm, pp 395-418, McMillan 1977, London.
- [DYBR85] **Dybvig P.H. ; Ross S.A.** (1985) : The analytics of performance measurement using a SML; *The Journal of finance*; Vol 40-1, pp. 401-416.
- [DYBS85] **Dybvig P.H. ; Ross S.A.** (1985) : Differential information and performance measurement using a SML; *The Journal of finance*; Vol 40-2, pp. 383-399.
- [ECON98] **Economie Européenne** (1998) : Supplément A, *Juillet 1998*.
- [EICH95] **Eichengreen, B. ; Irwin, D.** (1995) : Trade Blocs, Currency Blocs, and the Reorientation of Trade in the 1930s; *Journal of International Economics* 38 (1995), 1-24.
- [FAMA72] **Fama, E.** (1972) : Components of investment performance; *The Journal of finance* Vol 27, pp. 551-568.
- [FEEN98] **Feenstra, R.C.**, (1998) : Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy; *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12(4), pp. 31-50.
- [FERR01] **Ferrand, A.** (2001) : Rapport d'information relatif à l'ensemble des questions liées à l'expatriation des compétences, des capitaux et des entreprises; *Sénat, Juin 2001*.
- [FERR98] **Ferrer, C.** (1998) : Patterns and determinants of Location Decisions by French Multinationals in European Regions; *in* J.-L. Mucchielli (ed), *Multinational Location Strategy*, Greenwich : JAI Press.
- [FOND93] **Fonds Monétaire International** (1993) : Manuel de la balance des paiements, *Fonds Monétaire International*, 5e édition révisée.

- [FUJI99] **Fujita, M. ; Krugman, P. ; Venables, A.J.** (1999) : The spatial economy : Cities, regions and international trade ; *The MIT Press*.
- [GALL99] **Gallo, J.** (1999) : The mutual fund business ; *The Journal of finance*, vol. 54 (3), June 1999, pp. 1185-1187.
- [GABL01] **Gabszewicz, J.J. ; Laussel, D. ; Sonnac, N.** (2001) : Press advertising and the ascent of the "Pensée Unique" ; *European Economic Review*, 45, pp. 641-651
- [GABT79] **Gabszewicz, J. J. ; J.-F. Thisse** (1979) : Price Competition, Quality and Income Disparities ; *Journal of Economic Theory*, 20, pp. 340-359.
- [GARE02] **Garelli, S.** (2002) : Competitiveness of Nations : the fundamentals ; in World Competitiveness Yearbook. *International Institute for Management*.
- [GORM80] **Gorman, W.M.** (1980) : A Possible Procedure for Analyzing Quality Differentials in the Egg Market ; *Review of Economic Studies*, 47 : pp. 843-856.
- [GRAS22] **Gras, N.S.B** (1922) : An introduction to economic history ; *New York, Harper*.
- [GREG23] **Grégoir, S. ; Maurel, F.** (2003) : Les indices de compétitivité des pays : interprétations et limites ; in Debonneuil, M & Fontagné, L. "Compétitivité", rapport n° 40 du CAE, la Documentation Française, Paris.
- [GRIN93] **Grinblatt, M. ; Titman, S.** (1994) : A study of monthly mutual fund returns and performance evaluation techniques ; *Journal of financial and quantitative analysis* ; n-29, pp. 419-444.
- [GRIN93] **Grinblatt, M. ; Titman, S.** (1993) : Performance measurement without benchmarks : an examination of mutual fund returns ; *Journal of business* n-66, pp. 47-68.



- [GRIN92] **Grinblatt, M. ; Titman, S.** (1992) : The persistence of mutual fund performance ; *The Journal of Finance Vol 47 (5)* , pp. 1977-1984.
- [GRIN89] **Grinblatt, M. ; Titman, S.** (1989) : Mutual fund performance evaluation : an analysis of quarterly portfolio holding, *Journal of business*, vol.62 (3), July 1989, pp.393-416.
- [GROS76] **Grossman, S.J.** (1976) : On efficiency of competitive stock market where traders have diverse information ; *The Journal of finance ; Vol 31*, 573-585.
- [GROT90] **Grossman, G.M. ; Helpman, E.** (1990). Trade, innovation, and growth ; *American Economic Review*, 80 , pp. 86-92.
- [GRUB80] **Grubel, H.G.** (1980) : A proposal to establish an Afro-currency market in Nairobi. In *Chipman J.S. and Kindleberger CP (eds.) Flexible exchange rates and the balance of payments : Essays in memory of Egon Sohmen, Studies in International Economics, Vol. 7, Amsterdam.*
- [HAEG75] **Haegele, M. J.** (1975) : Iran's potential as a financial center. International Finance. *Chase Manhattan Bank ; New York ; Feb.1975.*
- [HANS03] **Hanson, G.H. ; Dlughter, M.J. ; Mataloni, R.J.** (2003) : Vertical production networks in multinational firms", *NBER Working Paper* 9723 ; May 2003.
- [HANS01] **Hanson, G.H. ; Dlughter, M.J. ; Mataloni, R.J.** (2001) : Expansion strategies of IS multinationals firms, *NBER Working Paper* n°8433 ; August 2001.
- [HARR54] **Harris, C.D** (1954) : The market as a factor in the localization on industry in the place country-region United States ; *Annals of the Association of American Geographers*, 64, pp. 315-348.

- [HEAR96] **Head, K. ; Ries, J.** (1996) : Inter-city competition for foreign investment : static and dynamic effects of China's incentive areas ; *Journal of Urban Economics* , n 40 pp 38-60
- [HEAS99] **Head K. ; Ries, J. ; Swenson D.** (1999) : Attracting foreign manufacturing : Investment promotion and agglomeration ; *Regional Science and Urban Economics*, vol. 29(2), pages 197-218.
- [HELA06] **Helpman, E.** (2006) : Trade , FDI and the organization of firms, NBER Working Paper 12091, March 2006.
- [HELK85] **Helpman, E ; Krugman, P.** (1985) : Market structure and foreign trade, *MIT Press*.
- [HEND93] **Hendricks, D. ; Patel, J. ; Zeckhauser, R.** (1993) : Hot hands in mutual funds : short run persistence of relative performance, 1974- 1988 ; *The Journal of finance* Vol 48(1), pp. 93-130.
- [HENR84] **Henriksson, R.D.** (1984) : Market timing and mutual fund performance : an empirical investigation ; *Journal of business*, n 57, pp. 73-96.
- [HODJ78] **Hodjera, Z.** (1978) : The Asian Currency market : Singapore as a regional finance center. *IMF Staff Papers ; Vol. 25*.
- [HOLM02] **Holmes, J. ; Stevens, J.** (2002) : Geographic concentration and establishment size : Analysis in an alternative economic geography model ; *Federal Reserve Bank of Minneapolis et Board of Governors of the Federal System, February*.
- [HOTE29] **Hotelling, H.** (1929) : Stability and Competition ; *Economic Journal* 39(1), 1929, 41- 57.. 197-218.
- [HOUD02] **Houdayer, P. et Fontaine, F.** (2002) : Facteurs de localisation internationale des activités de Recherche-Développement : validation empirique ; *CAOR, École des Mines de Paris*.

- [HUND97] **Hunya, G.** (1997) : Large Privatization, Restructuring and Foreign Direct Investment, in "OCDE, Lessons from the Economic Transition : Central and Eastern Europe in the 1990's", *Kluwer Academic Publishers*, 1997.
- [HUYG03] **Huyghe, S.** (2003) : Rapport au Premier ministre sur l'attractivité du territoire pour les sièges sociaux des grands groupes internationaux; *Rapport parlementaire, Paris, France, Octobre 2003.*
- [IMFO03] **International Monetary Fund** (2003) : World Economic Outlook, *IMF, April.*
- [IPPO89] **Ippolito** (1989) : Efficiency with costly information : a study of mutual fund performance 1965-1984; *The Quarterly Journal of Economics*, 1989, vol. 104, issue 1, pp. 1-23.
- [JACQ87] **Jacquemin, A.** (1987). The New Industrial Organization; *The MIT Press, Cambridge.*
- [JAOY79] **Jao, Y.C.** (1979) : The rise of Hong Kong as a financial center; *Asian Survey, Vol. 19, No. 7 (Jul., 1979), pp. 674-694.*
- [JENS69] **Jensen, M.C** (1969) : Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investments portfolios; *Journal of Business*, n-42, pp. 167-247.
- [JENS68] **Jensen, M.C.** (1968) : The performance of mutual funds in the period 1945-64; *The Journal of finance, Vol 23, pp. 389-416.*
- [JOHA77] **Johanson, J. ; Vahnle J.E.** (1977) : The internationalization process of the firm – A model of knowledge development and increasing foreign market commitment; *Journal of International Business Studies*, volume 8.
- [JOHN76] **Johnson, H.G.** (1976) : Panama as a regional financial center; *Economic Development and Cultural Change, January 1976.*

- [JORG78] **Jorgenson, D. ; Nishimizu, M.** (1978) : U.S. and Japanese economic growth, 1952-74 : An international comparison. *Economic Journal*, 88, pp. 707-726.
- [KALD78] **Kaldor, N.** (1978), Capital Accumulation and Economic Growth ; in *Further Essays on Economic Theory*, ed. Nicholas Kaldor. New York : Holmes and Meier Publishers, Inc.
- [KANE07] **Kane, T. ; Holmes, K R. ; O'Grady, M.A.** (2007) : 2007 Index of Economic Freedom ; Washington, D.C. : The Heritage Foundation and Dow Jones & Company, Inc., 2007, at [www.heritage.org/index..](http://www.heritage.org/index..)
- [KENE69] **Kenen, P.B.** (1969) : The optimum currency area : an eclectic view ; in *Mundell, R.A. and Swoboda, A. (eds) : "Monetary problems in international economy"*, University of Chicago Press.
- [KERR65] **Kerr, D.P.** (1965) : Some aspects of the geography of finance in Canada ; *Canadian Geographer* 9.
- [KIND74] **Kindleberger, C.P.** (1974) : The formation of financial centers : A study in comparative economic history ; *Princeton Studies in International Finance*, Princeton University , 36 :6.
- [KHOR99] **Khorana, A. ; Servaes, H.** (1999) : The determinants of mutual fund starts ; *The review of financial studies*, vol. 12 n 5, winter 1999, pp. 1043-1074.
- [KOSK99] **Koski, J. ; Pontif, J.** (1999) : How are derivatives used? Evidence from the mutual fund industry ; *The journal of finance*, vol. 54 (2), Apr 1999, pp. 791-816.
- [KRUG98] **Krugman, P.** (1998) : La Mondialisation n'est pas coupable : vertus et limites du libre-échange, *La Découverte*, Paris, 1998, p. 114.
- [KRUG96] **Krugman, P.** (1996) : Does third world growth hurt first world prosperity ?, *Harvard Business Review*, vol. 72, pp. 113-121.

- [KRUG94] **Krugman, P.** (1994) : Competitiveness : A dangerous Obsession, *Foreign Affairs*, Volume 73, n 2, pp 28-44, March-April.
- [KRUG91] **Krugman, P.** (1991) : Increasing returns and economic geography, *Journal of Political Economy* – 99(3).
- [LABA73] **Labasse, J.** (1973) : L'espace financier ; *Collin, Paris*.
- [LABA55] **Labasse, J.** (1955) : Les capitaux de la région. Etude géographique. Essai sur le commerce et la circulation des capitaux dans la région lyonnaise ; *Colin, Paris*.
- [LALL01] **Lall, S.** (2001) : Comparing National Competitive Performance : An Economic Analysis of World Economic Forum's Competitiveness Index ; *QEH Working Paper n 61*.
- [LANC80] **Lancaster, K.J.** (1980) : Intra-Industry Trade under Perfect Monopolistic Competition ; *Journal of International Economics*, 10, pp. 151-175.
- [LANC66] **Lancaster, K.J.** (1966) : New Approach to Consumer Theory, *Journal of Political Economy*, 74 : 132-157.
- [LAND92] **Landau, R.** (1992). Technology, capital formation and U.S. competitiveness ; In *International Productivity and Competitiveness*, *Hickman, B.G. (éd.)*. Oxford University Press, New York.
- [LANK97] **Lankes H-P. ; Venables A.** (1997) : Foreign Direct Investment in economic transition : The changing pattern of investments ; *Economics of Transition*, vol. 4(2), pp. 331-347.
- [LARS92] **Larson, D. ; Rask, N.** (1992). Changing competitiveness in world soybean markets ; *Agribusiness*, 8 : pp. 79-91.
- [LAVE00] **Lavenir, F. ; Joubert-Bombard, A. ; Wendling C.** (2000) : L'entreprise et l'hexagone, dit "rapport Lavenir", *Ministère de l'Économie et des Finances*.

- [LEAM96] **Leamer, E.E.** (1996) : In search for Stolper-Samuelson effects on U.S. wages", *NBER Working Paper* n°5427, Jan 1996.
- [LECL01] **Leclair, A. ; Pardo, C.** (2001) : Fonds d'investissement : un rôle croissant dans le financement des économies européennes; In *Épargne et investissement en Europe*; *Revue d'économie financière* n 64.
- [LEHM87] **Lehmann, B. ; Modest, D.** (1987) : Mutual fund performance evaluation : a comparison of benchmarks and benchmark comparisons; *The journal of finance*, vol. 42 (2) June 1987, pp. 233-265.
- [LEVA02] **Levasseur, S.** (2002) : Investissement directs à l'étranger et stratégies des firmes multinationales, *Revue de l'OFCE*, Hors Série, Mars 2002.
- [LIAN02] **Liang N. ; Weisbenner S.** (2002) : Investor behavior and the purchase of company stock in 401 (k) plan/ the importance of plan design; *NBER Working paper* no 9131.
- [LIME01] **Lim, E.G.** (2001) : Determinants of, and the relation between, Foreign Direct Investment and growth : A summary of the recent literature; *IMF working paper*, WP/01/175, November 2001.
- [LIPS00] **Lipse, R. E.** (2000) : Interpreting Developed Countries' Foreign Direct Investment; *NBER Working Paper* n 7810, july.
- [LIPS99] **Lipse, R.E.** (1999) : The location and characteristics of US affiliates in Asia, *NBER Working Paper* n°6876, Cambridge, 1999.
- [LSEC06] **London School of Economics** (2006) : Mobile Life Youth Report; ([www.lse.ac.uk](http://www.lse.ac.uk)).
- [LOVE00] **Love, J ; Large-Hidalgo, F.** (2000) : Analysing the determinants of US direct investment in Mexico, *Applied Economics* 32(10), August 2000, pp 1259-1267.
- [LUOG02] **Luo, G.** (2002) : Mutual fund fee-setting, market structure and markups; *Economica* 69, pp. 245-271.

- [MALK95] **Malkiel, B.G.** (1995) : Returns from investing in equity mutual funds, 1971 to 1991 ; *The Journal of finance* ; n 50 (2), pp. 549-572.
- [MARI99] **Marini, P.** (1999) : La concurrence fiscale en Europe : une contribution au débat ; *Les Rapports du Sénat*, n° 483, juillet.
- [MARK02] **Markusen, J.R.** (2002) : Multinational Firms and the Theory of International Trade ; *MIT Press*.
- [MARK95] **Markusen J.R.**(1995) : The boundaries of multinational enterprises and the theory of international trade, *Journal of Economic Perspectives*, 9(2), pp 169-189.
- [MARV96] **Markusen J.R. ; Venables A.J. ; Konan D.E., Zhang K.H** (1996) : A unified treatment of horizontal direct investment, vertical direct investment and the pattern of trade in goods and services, *NBER Working Paper*, n° 5696. 2005.
- [MARS08] **Marsat, S. ; Tadjeddine, Y.** (2008) : Comment ne pas suivre les autres dans le Monde de la Gestion des Actifs ? ; *EconomiX Working Papers* n°2008-16.
- [MMRD88] **Mathis, J. ; Mazier, J. ; Rivaud-Danset,D.** (1988) : La compétitivité industrielle, Paris, Dunod.
- [MCCH04] **McCabe, M. ; Christopher M. S.** (2004) The Best Business Model for Scholarly Journals : An Economist's Perspective ; *Nature Web Focus on Access to the Literature (online journal)*, July 15.
- [MCCA83] **McCarthy, I.** (1983) : Offshore in the Asian Pacific area ; In *Moxon, J. Truit and Roehl, T. (eds), Asian Pacific dynamics, Greenwich, CT, JAI Press*
- [MCCA79] **McCarthy, I.** (1979). Offshore Banking Centers : Benefits and Costs ; *Finance and Development*, Vol. 16, no. 4, pp. 45-48.

- [MCCO94] **McCorrison, J. ; Sheldon, M.** (1994). International competitiveness : Implications of new international economics ; In : *Competitiveness in International food Markets*, Bredahl.
- [MCKI63] **McKinnon, R.I.** (1963) : Optimum currency areas ; *American Economic Review*, volume 52 pp. 717-724.
- [MERT81(1)] **Merton, R.D.** (1981) ; On market timing and investment performance : Statistical procedures for evaluating forecasting skills ; *Journal of business* ; no54, 513-533.
- [MERT81(2)] **Merton, R.D.** (1981) ; On market timing and investment performance : An equilibrium theory of value for market forecasts ; *Journal of business* ; no54, 363-406.
- [MICH99] **Michalet, C.A.** (1999) : La séduction des nations ou comment attirer les investisseurs, *Economica*, Paris.
- [MIDE00] **Midelfart-Knarvik, K.H. ; Overman, H.G. ; Redding, S.J. ; Venables, A.J.** (2000) : The location of European industry, *Report prepared for the Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, April 2000.*
- [MOUR04] **Mouriaux, F.** (2004) : Le concept d'attractivité en Union monétaire ; Bulletin de la Banque de France – N° 123 – Mars 2004.
- [MUCH02] **Muchielli, J-L.** (2002) : La compétitivité : Définitions, indicateurs et déterminants ; *Accomex, numéro spécial "La France est-elle compétitive ?"*, mars-avril 2002, no 44, p. 9-19.
- [MUMA05] **Mucchielli J.L. ; Mayer T.** (2005), *Économie Internationale*, Edition Dalloz, pp. 257.
- [MUMA04] **Mucchielli, J-L. ; Mayer, T.** (2004), Multinational Firms' Location and the New Economic Geography ; *Edward Elgar*.



- [MUND77] **Mundell, R.A.** (1977) : The new international monetary system. *New York; Columbia University Press.*
- [MUND61] **Mundell, R.A.** (1961) : A theory of optimum currency areas; *American Economic Review*, Vol. 51, no. 4, pp. 657-665.
- [MUND57] **Mundell, R.A.** (1957) : International trade and factor mobility, *American Economic Review*, Vol. 47, No. 3 (Jun., 1957), 321-335.
- [MUSS78] **Mussa, M. ; Rosen, S.** (1978) : Monopoly and Product Quality, *Journal of Economic Theory*, 18, pp. 301-317.
- [NADL55] **Nadler, M. ; Heller, S. ; Shipman, S.** (1955) The money market and its institutions; *New York; Roland Press.*
- [NORT90] **North D. C.** (1990) : Institutions, Institutional Change and Economic Performance; *Cambridge University Press.*
- [OBWO01] **Obwona, M.** (2001) : Determinants of FDI and their impact on economic growth in Uganda, *African Development Review* 13-1 pp 46-81.
- [OCDE06] **Organisation de Coopération et de Développement Economiques** (2006) : Regards sur l'éducation, Les indicateurs de l'OCDE - Édition 2006; *Centre for Educational Research and Innovation, Éditions OCDE; Sep 2006.*
- [OCDE05] **Organisation de Coopération et de Développement Economiques** (2005) : Mesurer la mondialisation : Manuel de l'OCDE sur les indicateurs de la mondialisation économique, *Eds OCDE*, 2005.
- [OCDE02] **Organisation de Coopération et de Développement Economiques** (2002) : Manuel de Frascati; Méthode Type Proposée pour les Enquêtes sur la Recherche et le Développement Expérimental, *Paris Eds OCDE.*
- [OCDE99] **Organisation de Coopération et de Développement Economiques** (1999) : Etablissement d'un indice de production en termes

- réels pour le secteur bancaire néerlandais sur la base d'indicateurs de quantité, OCDE Comptes nationaux, STD/NA(99)21.
- [PARK82] **Park, Y.S.** (1982) : The economics of offshore financial center; *Columbia Journal of World Business*, Winter, 31.
- [PLIO02] **Plihon, D. ; Ponsard, JP.** (2002) : La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ? ; *La documentation française, notes et études documentaires no 5146 Janvier 2002*.
- [PORT90] **Porter, M.** (1990). The Competitive Advantage of Nations. *The Free Press, New York*.
- [RAGA73] **Ragazzi, G.** (1973) : Theories of determinants of foreign direct investments ; *Staff papers ; International Monetary Fund ; July 1973*, pp. 476-81.
- [REDD02] **Redding, S.** (2002) : Specialization dynamics ; *Journal of International Economic*, 58, no. 2, pp. 299-334.
- [REED81] **Reed, H.C.** (1981) : The preeminence of international financial center ;. *New York ; Praeger*.
- [REED80] **Reed, H.C.** (1980) : The ascent of Tokyo as an international financial center ;. *Journal of Business Studies*, 11 (33) pp. 19-35 *New York ; Praeger*.
- [RESM00] **Resmini, L.** (2000) : The determinants of foreign direct investment into the CEEC's, new evidence from sectoral patterns, *The Economics of Transition*, 8(3) : 665-689.
- [ROBT60] **Robbins, S.M. ; Terleckyj, N.S.** (1960) : Money Metropolis : A location study of the financial activities in the New York region ; *Cambridge ; Harvard University Press*.
- [ROLL77(1)] **Roll, R.** (1977) : A critique of the asset pricing theory's tests ; *Journal of financial economics*, no4, pp. 129-176.

- [ROLL77(2)] **Roll, R.** (1977) : Ambiguity when performance is measured by the SML ; *The Journal of finance* ; Vol 33, pp. 1051-1069.
- [ROUW04] **Rouwenhorst, K. G.** (2004) : The Origins of Mutual Funds ; *Yale ICF Working Paper No. 04-48*
- [SAL79] **Salop, S.C.** (1979) : A model of the natural rate of unemployment ; *The American Economic Review*, Vol. 69, no. 1 (Mar., 1979), pp. 117-125.
- [SHAR66] **Sharpe, W.F.** (1966) : Mutual Fund performance ; *Harvard Business Review*, no 43, 63-75.
- [SIGG99] **Siggelkov, N.** (1999) : Expense shifting : An empirical study of agency costs in mutual fund industry, *Wharton School, University of Pennsylvania*.
- [SIRR98] **Sirri, E. ; Tufano, P.** (1998) : Costly search and mutual fund flows ; *The journal of finance*, vol. 53, no5, Oct. 1998, p. 1589-1622.
- [SMIT90] **Smith, A.** (1990) : Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations : les grands thèmes / Adam Smith ; édité et préfacé par Gérard Mairet, *Paris, Gallimard, 1990*.
- [SPEN80] **Spence, A. M.** (1980) : Multiproduct Quantity-Dependent Prices and Profitability Constraints, *Review of Economic Studies*, 47, pp. 821-841.
- [SPEN77] **Spence, A. M.** (1977) : Nonlinear Prices and Welfare ; *Journal of Public Economics*, 8, 1 pp. 1 - 18.
- [SPEN76] **Spence, A. M.** (1976) : Product Selection, Fixed Costs, and Monopolistic Competition ; *Review of Economic Studies*, 43 pp. 217-235.
- [TIRO98] **Tirole, J.** (1998) : Théorie de l'organisation industrielle, Tome 1 et 2, *Economica, Collection Economie et Statistiques Avancée Juillet 1998*.

- [THOM83] **Thomas, S. ; Stoll, H** (1983) : The dynamics Dealer markets under competition ; *The Journal of finance Vol. 38 (4) pp.1053-1074.*
- [TSCH89] **Tschoegl, A.E.** (1989) : The benefits and costs of hosting financial centers , In *Park, Y.S. and Essayyad, M. (eds) International banking and financial centers, Kluwer Academic Publishers.*
- [TUMA99] **Tuman, J.P. ; Emmert, C.F.** (1999) : Explaining Japanese FDI in Latin America, 1979-1992, *Social Science Quarterly* 80 (3) ; pp 539-541.
- [VENA02] **Venables, J. ; Limao, J.** (2002) : Geographical disadvantage : A Heckser-Ohlin- Von Thünen model of international specialisation ; *Journal of International Economics* 58 (2), pp. 239-263.
- [VERN60] **Vernon, R.** (1960) : Metropolis 1985. *Cambridge ; Harvard University Press.*
- [WART66] **Wartenberg, C.M.** (1966) : Von Thünen's Isolated State; in *Hall Peter*, Ed. with an introduction by Hall, Peter ; Pergamon Press. 1966 (version anglaise de **Von Thunen, J. H.**(1826) : Der isolierte Staat in *Beziehung auf Landwirtschaft und National-Ökonomie ; Friedrich Perthes ; Hamburg.*
- [WASS63] **Wasserman, M.J. ; Hultman, C.W. ; Zsoldos, L.**(1963) : International finance. *New York ; Simmons - Boardman.*
- [WHEE92] **Wheeler, D. ; Mody, A.** (1992) : International investment location decisions. The case of U.S. firms ; in *Journal of International Economics, volume 33, pages 55-76.*
- [WILS86] **Wilson J.D.** (1986) : A theory of interregional tax competition, *Journal of Urban Economics*, 19, pp. 296-315.
- [YAOJ08] **Yao, J.M.** (2008) : L'économie des fonds d'investissement : Des résultats d'enquête, *MPRA Paper15485* ; [http ://mpra.ub.uni-](http://mpra.ub.uni-)

- muenchen.de/15485; *GDRE Symposium in Money, Banking and Finance*, 2008 June 18-20, Luxembourg-Ville - Luxembourg.
- [YAOJ07] **Yao, J.M.** (2007) : Attractivité des places financières et fragmentation de l'activité dans l'industrie des fonds d'investissement, *MPRA Paper 4542*; <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4542/>; *Conférence annuelle de l'Association Française de Finance - AFFI, 27-28 juin 2007*, Bordeaux - France.
- [YAOJ06] **Yao, J.M.** (2006) : Les relations investisseurs - gérants dans l'industrie des fonds d'investissement, *MPRA Paper No. 4543*, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4543/> *GDR International Symposium on Money, Banking and Finance 2006*, June, Université Charles de Gaulle -Lille 3; Lille-France.
- [YEAP03] **Yeaple, S.R.** (2003) : The complex integration strategies of multinationals and cross country dependencies in the structure of foreign direct investment, *Journal of International Economics*, 60(2) : pp293-314.
- [ZOMI86] **Zodrow G.R., Mieszkowski P.** (1986) : Pigou, Tiebout, property taxation and the underprovision of local public goods, *Journal of Urban Economics*, 19, pp. 356- 370.



# **Compétitivité et attractivité des places financières internationales: Application à l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg**

Thèse pour le doctorat de Sciences Economiques, présentée par

Jean-Marie YAO

2012

Directeur de recherche : M. le Professeur Régis BLAZY

## **Résumé**

La majeure partie des études sur les centres financiers concerne le domaine bancaire. Les autres secteurs de la finance semblent avoir été délaissés. Cette thèse a pour objet de décrire la compétitivité et l'attractivité des centres financiers en matière de fonds d'investissement.

Au travers d'une revue de littérature sur la compétitivité et à l'attractivité dans les centres financiers, nous identifions les stratégies pour l'émergence des places. Nous avons ainsi défini plusieurs déterminants d'attractivité et de compétitivité appliqués au centre financiers par une analyse critique des différents indicateurs d'évaluation de ces concepts.

Une approche théorique de l'interaction entre "centre financier", "compétitivité et attractivité", et "industrie des fonds d'investissement" nous permet d'aborder les éléments fondamentaux de l'analyse de la compétitivité et de l'attractivité dans l'industrie des fonds. Partant d'une définition de l'économie des fonds, nous étudions les relations entre l'industrie des fonds d'investissement et l'environnement immédiat (clients et Etats).

Avec une enquête auprès des professionnels de la place, nous donnons les fondamentaux de l'émergence de la place luxembourgeoise. Dans une approche économétrique, nous abordons aussi l'impact de l'industrie des fonds sur les investissements directs étrangers.

L'intérêt majeur de cette thèse est de confronter les résultats de modélisations théoriques et économétriques à des données d'enquête auprès des professionnels de fonds. Le choix de la population statistique est guidé par l'importance de la place financière luxembourgeoise en Europe.

**Mots-clés** : Centres financiers internationaux, fonds d'investissement, compétitivité et attractivité, fragmentation de l'activité, Europe, Luxembourg.

**JEL**: G2, H3, L1