



LA GESTION ALTERNATIVE EN FRANCE



15/06/2010

Entre analyse objective et perception subjective, quels déterminants et quels leviers pour une dynamisation du marché ?

Malgré un capital humain et technique reconnu, la gestion alternative française, pour des raisons propres au marché français, et parce qu'elle souffre d'un déficit d'image notamment à l'étranger, ne s'est pas développée comme espéré. L'analyse montre qu'il existe pourtant des opportunités à saisir afin de développer cette gestion et l'ensemble des services à haute valeur ajoutée qui lui sont connexes.

AVANT-PROPOS

La gestion alternative est un enjeu économique qui, en France, dérange.

Le développement de la gestion alternative est un enjeu économique parce que cette gestion est une activité à très forte valeur ajoutée, qui, tout en alignant l'intérêt des investisseurs et des prestataires, est bien rémunérée et permet de développer des emplois de haut niveau dans tout l'écosystème de la gestion. C'est aussi un enjeu économique sur les marchés financiers, parce que cette gestion est devenue indispensable à la diversification des portefeuilles longs¹ et à la recherche de rendements décorrélés des principaux marchés. Les exigences de sécurité et de rendement des actifs financiers se sont fortement renforcées notamment pour les actifs alloués aux retraites, et les actifs alloués à l'épargne de précaution (préparation des frais d'études, des frais de dépendance, etc.).

Il est admis et reconnu que la gestion alternative a permis le développement de techniques financières innovantes pour le bénéfice des investisseurs. Elle favorise la liquidité des marchés en prenant des positions diverses puisque les gestions pratiquées développent des intérêts dans de multiples directions².

C'est parce que ces enjeux ont bien été perçus par nos régulateurs « financiers » (AMF- Autorité des Marchés Financiers - et Direction du Trésor principalement) que la réglementation a été adaptée pour permettre le développement de cette gestion dans un cadre français. Il n'est plus à démontrer que la gestion, en général, profite le plus souvent en priorité à la place où est installé le gérant (animation des marchés, participation aux opérations financières, etc.), et les apports de la gestion alternative dans ce domaine sont bien connus.

Mais la gestion alternative est un enjeu qui dérange, tout particulièrement en France. La résumer en deux mots, « hedge funds », lui donne immédiatement une connotation iconoclaste et sulfureuse parfaitement entretenue par des propos politiques, eux-mêmes largement repris dans les médias, reflétant et diffusant une grande méconnaissance du sujet³

Pour cette raison peut-être, pour d'autres aussi, la gestion alternative ne s'est pas développée en France, alors qu'elle connaît un bon essor dans les pays anglo-saxons, (en Europe et dans le monde), et aussi de plus en plus au Luxembourg et en Suisse.

Savoir attirer les métiers de la gestion financière est un enjeu économique important pour les différentes places financières. L'attractivité est pour partie liée au cadre financier général réservé aux grandes places (succès de Londres, New York....). Mais du fait du développement des technologies et de la mondialisation de la finance. Cette attractivité est aussi liée à la qualité des lois, règles et fournisseurs de services de places moins importantes, qui offrent ainsi un cadre attractif aux sociétés de gestion ou à la domiciliation des produits qu'elles gèrent (succès du Luxembourg et de Dublin).

¹ Etude EDHEC : « La Place des Fonds Alternatifs en Gestion Actif-Passif », Lionel Martellini, Véronique Le Sourd, Volker Ziemann, 2007

² Hors éléments structurels tels que le *deleveraging*, la gestion alternative génère moins « d'effet de meute » sur les marchés.

³ Ainsi, alors que dans un premier temps, le discours politique a brocardé les hedge funds comme coupables de la crise financière, l'analyse et le consensus montrent qu'ils en ont été peut être un élément propagateur, certainement une victime, mais en aucun cas la source. En outre, contrairement aux banques les pertes de la gestion alternative n'ont pas été comblées par de l'argent public.

A un moment où du fait de la préparation des directives AIFM et UCITS IV, le paysage réglementaire européen est en pleine évolution et en grande discussion, l'AFG (Association Française de la Gestion Financière) a mandaté la société **Reinhold & Partners** pour chercher les raisons du faible développement de cette gestion en France. L'objectif est de proposer des actions réalistes à mettre en œuvre pour redonner à la France une attractivité qu'elle a, de toute évidence perdue, comme l'étude le montre, pour des vraies raisons et aussi par déficit d'image.



L'Association Française de la Gestion Financière - AFG

L'AFG est l'organisation professionnelle de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective (via les OPC – Organismes de placement collectif).

Ses missions

- Assurer la représentation des intérêts économiques, financiers et moraux de ses membres, des organismes qu'ils gèrent (les OPC) et de leurs clients. Interlocuteur des pouvoirs publics français et européens, l'AFG contribue activement à l'évolution de la réglementation.
- Informer et assister ses adhérents. L'AFG leur apporte un concours permanent dans les domaines juridique, fiscal, comptable et technique.
- Animer la réflexion collective de la profession sur les règles déontologiques, la protection de l'épargne et son rôle économique, le gouvernement d'entreprise, la représentation des investisseurs, les mesures de performance, l'évolution des techniques de gestion, la recherche et la formation...
- Promouvoir la gestion française (l'une des premières au monde) auprès de l'ensemble des acteurs concernés, investisseurs, émetteurs, politiques et médias en France et à l'étranger. L'AFG représente la gestion française auprès des instances européennes et internationales : elle participe très activement aux travaux de l'EFAMA (European Fund and Asset management Association)

Reinhold & Partners

Reinhold & Partners est une société de conseil établie à Paris et à Amsterdam, qui met au service de ses clients son expérience et ses expertises dans tous les domaines de la gestion, régulée et offshore.

Banques, sociétés de gestion, investisseurs et prestataires de services bénéficient en un point unique d'une compétence transversale multidisciplinaire qui permet d'accélérer la réalisation des projets et d'assurer leur conformité aux meilleures pratiques.

Reinhold & Partners aide ses clients étrangers qui souhaitent s'établir en France, comme elle aide ses clients français qui développent des projets internationaux, en s'appuyant sur un réseau de partenaires établis sur les principales places européennes.

A côté des activités de recherche et d'ingénierie, Reinhold & Partners assure des missions de due diligence opérationnelles, de conseil en stratégie, et offre différentes solutions de gouvernance.

www.reinholdpartners.com

CADRE ET DEFINITIONS

La gestion alternative

La gestion alternative que nous définirons en première approche comme une gestion organisée autour de dispositifs contractuels, pouvant utiliser du levier et cherchant à livrer une performance plus ou moins décorrélée des marchés financiers, est une activité complexe, autorisant des rendements élevés et parallèlement, à forte marge, et donc à forte valeur ajoutée pour les économies qui abritent les fournisseurs de services.

- Cette gestion est représentée principalement par deux véhicules : les hedge funds et les fonds contractuels (ou quasi contractuels si règles de gestion allégées)⁴.
 - o Si les acteurs sont régulés, les produits ne le sont généralement pas – et relèvent donc du droit contractuel et non de la réglementation
 - o Et la gestion de ces produits intègre une mesure du risque versus une déviation par rapport à un indice ou benchmark.

Historiquement, les anciennes colonies britanniques des Caraïbes ont été des pôles importants en matière de domiciliation des fonds et, pour certaines, ont attiré l'implantation de prestataires de services, et les grandes institutions financières.

Une analyse simplifiée permet ainsi de comprendre l'émergence des Caïman et de tous les pays qui ont organisé pour les investisseurs et notamment américains⁵, dans un environnement où le cadre juridique domine le cadre réglementaire, une offre s'appuyant sur le dispositif du droit contractuel anglais.

Les Iles Caïman (qui sont un territoire britannique d'outre-mer (British Overseas Territory), ont pu profiter de cette « attractivité » naturelle en développant des lois appropriées et en attirant des talents anglais et américains pour créer un marché et offrir l'ensemble des services attendus pour créer et développer des produits de gestion (hedge funds). Simultanément, la simplicité du cadre réglementaire et juridique (un contrat détaillant toutes les phases du produit, une responsabilité concentrée sur le Board....) et les efforts des acteurs de la place (avocats, auditeurs, mais aussi gouvernements, etc...) ont permis une vulgarisation de ces produits. Ils sont devenus des standards au niveau international, et sont connus des investisseurs, ce qui facilite leur commercialisation.

En Europe, deux pays (hors Suisse) font des efforts importants pour attirer les fonds de gestion alternative. En particulier ils cherchent à tirer profit des effets d'aubaine créés par le projet de directive AIFM, l'élargissement des actifs éligibles aux fonds UCITS III, et la campagne d'opinion sur les soi-disant paradis fiscaux⁶. Il s'agit de l'Irlande et du Luxembourg, chacun mettant en avant différents avantages industriels, légaux et réglementaires, progressivement mis en place et largement comparés dans diverses études.

⁴ Bien évidemment, il existe d'autres enveloppes réglementaires autorisant la gestion alternative, y compris le format UCITS. Néanmoins, le format le plus utilisé dans le monde, est établi sur une base contractuelle.

⁵ Lesquels représentent environ 80% de la « consommation » de gestion alternative mondiale

⁶ Nous ne sommes pas convaincus que, en matière de produits de gestion, il soit possible de parler de « paradis fiscaux » puisque, dans la plupart des pays du monde, les OPCVM – quelle que soit leur appellation, sont des entités exemptées du paiement de la TVA et de l'impôt sur les sociétés. C'est clairement le cas en France. La fiscalité est appliquée dans les mains du porteur, en fonction de la fiscalité qui lui est propre, et non du domicile du fonds dans lequel il a investi.

La localisation des sociétés de gestion est une décision d'entrepreneur. Cette décision est prise en considération d'exigences multiples et complexes, incluant « l'écosystème », la fiscalité des sociétés et des personnes physiques, la qualité et la facilité de vie, l'existence d'un marché, les supports à la création et au développement, etc. tous points repris dans l'étude ci-dessous.

En Europe, la France est réputée pour la qualité de sa formation et a su retenir les gérants pour les produits réglementés (UCITS III) en développant une réglementation sécurisée, une offre de services financiers (dépositaire, valorisateur) de bonne qualité, et un accès aux marchés des institutionnels et retails assez bien balisé.

Il n'en est pas de même pour la gestion alternative qui, dans bien des cas, avec des français dans leurs équipes, voit ses gérants européens localisés principalement à Londres ou en Suisse pour des raisons que nous analysons

L'attractivité

*L'attractivité d'un territoire est la capacité d'un territoire à attirer l'implantation de **facteurs de production** (capital, main-d'œuvre...) ou d'attirer des touristes. Les acteurs économiques choisissent les territoires où ils s'implantent en recherchant un **avantage concurrentiel**. L'attractivité d'un territoire est donc la perception de cet avantage concurrentiel supposé. Elle diffère donc de la **compétitivité**, qui est un facteur parmi d'autre de l'attractivité (source Wikipedia)*

En réalité⁷, l'attractivité répond à des critères rationnels et objectifs autant qu'à des facteurs subjectifs et souvent affectifs.

Choisir se fait généralement en deux temps :

- Une première phase de « repérage », qui consiste à évaluer de la manière la plus objective possible un certain nombre de facteurs et critères pertinents par rapport au choix et appliqués aux différents candidats. Cette phase conduit à établir une « short list » suivant une méthode telle que, par exemple, celle du « minimax regret » : on sélectionne les participants offrant le moins de points négatifs par rapport à l'objectif fixé
- Une deuxième phase de « choix effectif » le plus souvent établie sur des éléments subjectifs, voire personnels, incluant l'envie, l'enthousiasme... et mettant en avant la recherche des avantages.

En pratique, il apparaît que le « repérage » se fait sur la base de critères objectifs appliqués à une population visible. Le choix, c'est-à-dire la décision – acte humain par excellence – intègre une large dimension subjective.

Le choix reste un process humain dans lequel la satisfaction, le plaisir peuvent contrarier la dimension objective. Les facteurs subjectifs, tels que facilité, agrément, image... pèsent sur les choix. Ce sont ces

⁷ voir « Douce France, que fais tu pour vendre ton charme ? » par Marc Herubel et Pauline Leclerc-Glorieux sous la direction de Michel Berry (Ecole des Mines de Paris) - 1999
http://www.anales.org/gazette/Gazette_web_05.pdf

facteurs, véritables miroirs aux alouettes, qui imposeront de s'intéresser à telle ou telle place et qui pourront forcer une décision parmi différentes possibilités « objectives ».⁸

Etre attractif, c'est disposer des éléments pour être d'abord repéré, ensuite qualifié et enfin choisi.

Etre attractif, c'est donner envie de faire, et permettre de faire facilement,... et le faire savoir

○ ○ ○

⁸ Il existe aussi une composante « moutonnaire ». Le choix est facilité lorsqu'il conduit à faire comme les autres. L'attractivité s'auto alimente lorsqu'elle est reconnue et a attiré suffisamment d'acteurs.

La gestion alternative en France

ANALYSE DES DETERMINANTS OBJECTIFS ET SUBJECTIFS LIES A L'IMPLANTATION ET AU DEVELOPPEMENT EN FRANCE DE CETTE ACTIVITE

Introduction :

Dans le cadre de sa réflexion sur l'attractivité de la France en matière de gestion alternative, l'Association Française de Gestion Financière (AFG) a confié à Reinhold & Partners la réalisation d'une étude visant à identifier les forces et faiblesses de la France comme place de gestion alternative, à la fois selon des critères objectifs (dispositifs fiscaux, réglementaires...) et subjectifs (critères discriminants d'un choix d'implantation...).

La France dispose bien sur de points forts et dans certains domaines d'une belle attractivité, mais elle souffre aussi de faiblesses réelles ou imaginées qui impactent la perception et donc les choix de domiciliation des sociétés de gestion et / ou des fonds.

Afin de mettre en avant ces forces et faiblesses et d'identifier les déterminants qui conduisent à la création, en France, de « business » liés à la gestion alternative, Reinhold & Partners a réalisé un sondage à destination des acteurs français et étrangers de cette industrie (gérants, investisseurs, prestataires de services...).

La collecte et l'analyse des données reçues, complétées le cas échéant par des entretiens individuels, ont permis de cartographier les forces et faiblesses de l'industrie française de la gestion alternative et ainsi d'ébaucher une réflexion sur les propositions concrètes qui conduiront à faire de la France un terrain d'opportunités pour le développement de cette industrie et des services qui lui sont généralement associés.

Pour réaliser cette étude, nous nous sommes inspirés de la méthodologie développée pour des travaux analogues réalisés dans le passé, et en particulier :

- L'Entreprise et l'Hexagone (Rapport au Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, par Frédéric Lavenir, Alexandre Joubert-Bompard et Clude Wendling) – Les Editions de Bercy – 2001.

Le présent rapport offre différents niveaux de lecture en fonction du niveau de synthèse recherché par le lecteur. Même si la lecture détaillée de chaque réponse est riche d'enseignements, les différents niveaux de synthèse proposés peuvent être lus séparément et apporter un éclairage aux raisons des difficultés au développement de la gestion alternative française, et aussi de la gestion alternative en France.

Présentation de la méthodologie

LE CHAMP DE L'ETUDE :

Il a été défini, en liaison avec l'Association Française de Gestion Financière (AFG), d'analyser simultanément plusieurs problématiques qui visent à la fois les sociétés de gestion, les véhicules de gestion alternative, les prestataires de services (« service providers »), les investisseurs... qu'ils soient français ou étrangers. Ces problématiques concernent par exemple :

- 7 L'identification des problèmes rencontrés par des sociétés de gestion françaises
- 7 Les déterminants objectifs et subjectifs du choix de la France pour la création de SGP et / ou la domiciliation de fonds
- 7 La vision du marché français de la gestion alternative par ses acteurs et ses concurrents, français ou étrangers
- 7 L'identification des faiblesses réelles ou imaginées qui impactent la perception du marché de la gestion alternative française
- 7 Benchmarking des services proposés par « l'écosystème » en France et à l'étranger
- 7 Freins au développement de cet écosystème
- 7 Pistes de réflexions sur des améliorations « techniques » afin d'adopter une réglementation conforme aux meilleurs standards internationaux en la matière.

Il a été décidé d'englober dans le champ de l'étude à la fois les acteurs directs de la gestion alternative (les gérants) mais également des *service providers*⁹ et des investisseurs afin de croiser leurs perceptions du cadre français de la gestion alternative. **En effet, si le but est de mettre en place les conditions les plus favorables possibles à l'essor de cette gestion, il faut prendre en compte l'intégralité de l'écosystème qui lui est lié.**

Les sociétés de gestion alternative ont besoin de recourir à des *services providers* spécialisés (en grande majorité anglo-saxons¹⁰) et ces derniers ne s'implanteront ou ne reviendront en France que s'ils y trouvent un marché suffisant et répondant aux standards internationaux. Enfin, et c'est un atout non négligeable pour la France, ces *service providers* sont consommateurs de capital humain à fort potentiel et disponible en France grâce au développement d'enseignements spécialisés réputés. L'impact sur l'emploi de l'implantation de nouveaux acteurs est non négligeable.

⁹ Par « service providers », nous entendons les différents prestataires de service qui fournissent des services directs aux gérants et aux investisseurs en gestion alternative. Ceci inclut, entre autres, les dépositaires et Prime Brokers, les valorisateurs, transfer agents, conseils juridiques, auditeurs...




¹⁰ 85% environ de la gestion alternative est à destination d'investisseurs anglo-saxons, ce qui a créé un marché, dominé par des prestataires anglo-saxons disposant d'une avance technique incontestée.

La connaissance de l'opinion des investisseurs, qu'ils soient institutionnels ou privés (essentiellement *family offices*), français ou étrangers, est quant à elle une évidente nécessité puisqu'ils sont les consommateurs des produits de gestion alternative.

LE QUESTIONNAIRE :

La réalisation du questionnaire a été faite à partir de l'expérience de Reinhold & Partners et en concertation avec un groupe de pilotage de l'AFG, présidé par Messieurs Leclair et Bartholin. Afin de répondre aux préoccupations exprimées dans le cadrage de l'étude, il a été conçu afin de cibler, au sein de la population des professionnels de la gestion alternative, différents groupes d'individus.

Ces groupes d'individus sont différenciés :




-  Spatialement : Français, Français expatriés, Etrangers impatriés, Etrangers
-  Opérationnellement : Gérants, Investisseurs, Service providers, Régulateurs et Associations
-  Linguistiquement : Francophones, Anglophones

Le questionnaire a été réalisé en français (distribué à des français résidents et non résidents ainsi qu'à des étrangers francophones) et en anglais à la fois pour interroger sur une base internationale les individus ciblés, mais également pour mettre en avant une différence de perception éventuelle entre ces deux groupes d'individus toutes choses étant égales par ailleurs.

Il a été mis en ligne sur le site internet de Reinhold & Partners avec un accès protégé par mot de passe afin d'éviter les spam, les réponses non sollicitées mais surtout les réponses multiples d'un même individu qui pourraient fausser les statistiques.

Afin de garantir une totale sincérité des réponses, celles-ci sont totalement anonymes.

La collecte des données donne lieu à un dépouillement et à des analyses différenciées :

-  Des analyses intra groupe d'individus, afin de mettre en avant des problématiques partagées par une population homogène d'individus. Exemple : les sociétés de gestion françaises
-  Des analyses inter groupes d'individus, afin de mettre en avant des différences de problématiques entre deux populations homogènes d'individus. Exemple : les *service providers* étrangers comparés aux *service providers* français
-  Des analyses globales afin de mettre en avant des problématiques communes à l'ensemble de l'univers observé

Chaque groupe d'individu au sein de la population fait l'objet d'un « set » de questions différenciées : pour les acteurs français (SGP, Investisseurs, service providers) il est totalement « in blind » : les questions qu'elles soient fermées ou ouvertes ne sont pas orientées par le sondeur afin que seule la perception du sondé soit prise en compte. Pour les acteurs étrangers, certaines questions sont précédées d'un rappel sur des pratiques ou spécificités françaises, pour faire réagir le

répondant (et éviter le « sans opinion »). Cela permet aussi de faire connaître la réglementation française en matière de gestion alternative...

Enfin, les dernières questions, communes à l'ensemble des répondants, présentent de manière factuelle et chiffrée le marché français de la gestion et sa régulation. L'idée est ici de mettre en avant la perception **du réel** au sein des groupes d'individus et de pouvoir comparer entre les groupes d'individus ces perceptions.

L'UNIVERS OBSERVE :

Le questionnaire a été envoyé à 150 personnes (au 7 juin) préalablement identifiées. L'envoi a été fait par mail avec un lien renvoyant à la page internet du questionnaire. Dans la majorité des cas, cet envoi électronique s'est fait de façon individualisé, avec en plus du texte de référence, une personnalisation du courrier visant à maximiser les chances de retour. A ce jour, le taux de réponse est supérieur à 70%.

TEXTE DE REFERENCE :

BONJOUR,

DANS LE CADRE DE SA REFLEXION SUR L'ATTRACTIVITE DE LA FRANCE EN MATIERE DE GESTION ALTERNATIVE, L'ASSOCIATION FRANÇAISE DE GESTION FINANCIERE (AFG) A CONFIE A REINHOLD & PARTNERS LA REALISATION D'UNE ETUDE VISANT A IDENTIFIER LES FORCES ET FAIBLESSES DE LA FRANCE COMME PLACE DE GESTION ALTERNATIVE, A LA FOIS SELON DES CRITERES OBJECTIFS (REGLEMENTATION...) ET SUBJECTIFS (CRITERES DISCRIMINANTS D'UN CHOIX D'IMPLANTATION...).

BIEN SUR LA FRANCE DISPOSE DE POINTS FORTS ET DANS CERTAINS DOMAINES D'UNE BELLE ATTRACTIVITE, MAIS ELLE SOUFFRE AUSSI DE FAIBLESSES REELLES OU IMAGINEES QUI IMPACTENT LA PERCEPTION ET DONC LES CHOIX DE DOMICILIATION. NOUS REALISONS DONC UN SONDAGE A DESTINATION DES ACTEURS FRANÇAIS ET ETRANGERS DE CETTE INDUSTRIE (GERANTS, INVESTISSEURS, SERVICE PROVIDERS...) AFIN D'IDENTIFIER CES FORCES ET FAIBLESSES.

MERCI PAR AVANCE DE CONSACRER LES QUELQUES MINUTES NECESSAIRES POUR COMPLETER LE QUESTIONNAIRE (ANONYME) DISPONIBLE A L'ADRESSE SUIVANTE :

[HTTP://WWW.REINHOLDPARTNERS.NET/ETUDES/ETUDE-INDUSTRIE-FRANCAISE-DE-LA-GESTION-ALTERNATIVE/](http://WWW.REINHOLDPARTNERS.NET/ETUDES/ETUDE-INDUSTRIE-FRANCAISE-DE-LA-GESTION-ALTERNATIVE/)

PASSWORD : XXX (ATTENTION, REPENDRE DIRECTEMENT AUX QUESTIONS, LE SURVEY N'EST PLUS ACCESSIBLE UNE FOIS VALIDE)

NOUS NE MANQUERONS PAS DE VOUS INFORMER DE LA PUBLICATION PAR L'AFG DES RESULTATS DE CETTE ETUDE.

POUR TOUTE QUESTION OU COMMENTAIRE COMPLEMENTAIRE, OU POUR PARLER PLUS LONGUEMENT DE CE SUJET, N'HESITEZ PAS A NOUS CONTACTER.

MERCI D'AVANCE

DEAR ...,

AFG, (FRENCH ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION – WWW.AFG.ASSO.FR), ASKED US TO ANALYZE THE REASONS FOR THE SLOW DEVELOPMENT OF THE ALTERNATIVE MANAGEMENT INDUSTRY IN FRANCE, WHILE OTHER EUROPEAN MARKETS HAVE ATTRACTED DOMICILING MANAGERS AND / OR FUNDS SUCCESSFULLY.

OF COURSE FRANCE HAS STRENGTHS IN MANY AREAS AND BENEFITS FROM MANY ATTRACTIONS, BUT IT SUFFERS FROM WEAKNESSES THAT IMPACT REAL OR IMAGINED PERCEPTION AND EVENTUALLY THE CHOICE OF DOMICILE.

THANK YOU IN ADVANCE FOR SPENDING THE FEW MINUTES NECESSARY TO COMPLETE THE QUESTIONNAIRE (ANONYMOUSLY) THAT WE HAVE PUT ONLINE

[HTTP://WWW.REINHOLDPARTNERS.COM/SURVEYS/ANALYSIS-OF-THE-FRENCH-ALTERNATIVE-INVESTMENTS-INDUSTRY/](http://WWW.REINHOLDPARTNERS.COM/SURVEYS/ANALYSIS-OF-THE-FRENCH-ALTERNATIVE-INVESTMENTS-INDUSTRY/)





PASSWORD: XXX

PLEASE NOTE THAT THIS QUESTIONNAIRE IS ANONYMOUS AND PROTECTED TO AVOID SPAM RESPONSES. THEREFORE IT IS IMPORTANT THAT YOU FILL IT IN AS YOU READ IT, AS IT WILL NOT BE ACCESSIBLE ANYMORE FOR MODIFICATION ONCE YOU HAVE CLOSED IT. FOR THE SAKE OF CLARITY, ONCE THE SURVEY HAS BEEN OPENED, YOU WILL BE UNABLE TO REACCESS IT AGAIN ONCE YOU HAVE CLOSED IT, SO BE SURE TO COMPLETE THE FORM ON THE FIRST INSTANCE OF OPENING IT

ONCE AGAIN, MANY THANKS FOR YOUR TIME, AND FEEL FREE TO CONTACT ME IF YOU HAVE ANY DIFFICULTIES.

BEST REGARDS,

Les 150 personnes ciblées présentent une réelle diversité en termes :

-  de nationalité : français, luxembourgeois, irlandais, suisses, hollandais, américains, canadiens, hongkongais, anglais, japonais...
-  de localisation du business : France, Caïmans, BVI, Luxembourg, Suisse, Angleterre, Etats-Unis, Dubaï, Japon...
-  de business : gérants, prestataires, associations, investisseurs, régulateurs...
-  de « vision » : français « de France », français expatriés, étrangers impatriés, étrangers...

Les conclusions de l'analyse

SYNTHESE ET CONCLUSION

Douce France, que fais-tu pour vendre ton charme aux investisseurs ? ¹¹

La France est un pays merveilleux et désespérant à la fois.

C'est un pays merveilleux, dont on loue la qualité des infrastructures, les facilités sociales, la qualité du personnel (éduqué, motivé, expérimenté,... et rémunéré raisonnablement),

Et c'est un pays désespérant où tout est compliqué, où les embauches sont difficiles, les licenciements encore plus, où les dispositifs sociaux et fiscaux sont complexes, sans véritable guichet d'accueil pour aider le candidat entrepreneur à s'installer. Pire, ces dispositifs sont instables, voire rétroactifs, ce qui affaiblit les fondations de tout projet.

Cette perception engendre un découragement réel : pourquoi le gérant qui doit investir une large partie de son patrimoine dans son propre fonds, comme exigé par les investisseurs internationaux¹², choisirait-il la France où il paiera un ISF, quand il en est exempté dans la plupart des autres pays ? Quels charmes la France offre-t-elle qui vaille cette charge ? Pour le gérant alternatif, malheureusement, pratiquement aucun.

Un déficit d'image

Force est de constater la récurrence de la remarque suivante : les positions officielles brocardant les hedge funds et la gestion alternative créent une image négative que personne n'est prêt à endosser. Malheureusement cette « destruction » a eu un bon écho chez les investisseurs institutionnels français qui, déjà très limités par leurs propres réglementations, se sont séparés de leurs investissements alternatifs.

Une image détestable, pas de marché domestique, sont deux freins majeurs à toute velléité d'implantation et à toute possibilité de développement, pour les sociétés existantes.

Un marché restreint

Il nous a été souligné que la gestion alternative française n'est généralement pas assez risquée, avec des rendements inférieurs à ceux de ses concurrents anglo-saxons¹³. Elle n'est pas visible des

¹¹ La Gazette de la Société et des Techniques, No 5 Novembre 2000 - Publication des Annales des mines avec le concours du Conseil général des mines et de l'École nationale supérieure des mines de Paris

¹² Les « grands » investisseurs exigent que les intérêts du gérant et les leurs soient parfaitement alignés. Nous comparons cette exigence à celle d'avoir un pilote dans l'avion. Tous les passagers bénéficient de son instinct de survie.

¹³ L'investissement dans un fond alternatif a un coût élevé en capital (Solvency, Bale...). Dès lors, les investisseurs qui paient « beaucoup » pour ce type d'investissement acceptent une prise de risque et un espoir de gain plus élevés. La

investisseurs internationaux, et ne bénéficie donc pas des investissements des grands fonds de fonds, family offices, ou fonds de pension¹⁴. Dès lors, le marché des gérants alternatifs français n'intéresse pas les grands prestataires de service internationaux (prime brokers, valorisateurs, transfer agents, mais aussi juristes, fournisseurs de logiciels, etc.). Or ces prestataires de services offrent de nombreuses services à forte valeur ajoutée (capital introduction, financement, accès à des marchés complexes, outils informatiques sophistiqués, analyses juridiques internationales, etc.) qui échappent en partie aux gérants français et accentuent l'écart qui existe avec les gérants installés sur des places mieux reconnues, principalement le Royaume Uni (marché international des institutionnels) et la Suisse (grosse présence de private banking et family offices) en Europe.

Quant aux produits de droit français (hors UCITS), ils ont un petit succès d'estime dans le sens où le régulateur est reconnu et que les règles, en particulier des fonds contractuels sont pragmatiques. Mais ce succès est « petit », car la langue, la référence au système légal français, et la croyance (erronée) de l'application d'une fiscalité lourde sur ces produits, associés à un manque flagrant d'intérêt de nos investisseurs domestiques, sont de réels facteurs de rejet.

Une compétition active et efficace

La gestion alternative française souffre d'un certain nombre de concurrences sans vraiment réagir.

Nous mentionnerons ici les gérants internationaux, les nouveaux produits UCITS, et les produits structurés.

Les gérants internationaux

Il n'y a aujourd'hui pas vraiment d'écart dans le traitement par un investisseur entre un fonds offshore et un fonds contractuel. Sauf que l'univers des fonds offshore est considérable, et celui des fonds contractuels étriqué. Or si les gérants internationaux peuvent conquérir le monde en ignorant les investisseurs français, il n'en est pas de même pour les gérants français qui ne se développeront pas à l'international sans un socle domestique solide.

Les nouveaux produits UCITS

Beaucoup s'interrogent sur la pertinence technique de loger la gestion alternative dans des produits UCITS. Ce « détournement de règle », qui désresponsabilise l'investisseur est loin d'être anodin. Mais, c'est un fait, le format UCITS permet une distribution facile et large en Europe et de bénéficier de ce « label » dans bon nombre de pays, asiatiques en particulier. Malheureusement pour la France, ce label est associé dans son image au Luxembourg. Il en résulte que « la » domiciliation d'un fonds pour une distribution européenne est le Luxembourg, avec quelques vraies raisons et beaucoup de marketing de la part des autorités de ce pays.

Les produits structurés

Ces produits qui « rendent apparemment simple » ce qui est « notoirement compliqué »,... et permettent des arbitrages réglementaires, connaissent un grand succès car là aussi, ils déchargent

tradition française, issue de la demande des investisseurs institutionnels de fonds monétaires dynamiques est peu adaptée à ces nouvelles exigences.

¹⁴ Les investisseurs internationaux font leur « marché » à Londres. Il est très difficile de les faire venir à Paris, parce qu'ils auront peu de visites à réaliser, ils ne veulent pas se heurter à « la barrière de la langue », etc. Les gérants français qui peuvent rencontrer ces investisseurs doivent se rendre à Londres.

l'investisseur de bon nombre de diligences, et peuvent être structurés sur des instruments moins consommateurs de fonds propres que ceux de la gestion alternative.

Pour conclure ce constat, nous citerons la phrase qui recueille le plus gros consensus :

En matière de gestion alternative, « la France est perçue comme une place locale servant un marché local ».

O O O

Comment faire évoluer cette situation sachant qu'en matière de gestion, la réussite ne se mesure qu'à l'aune des actifs sous gestion (ou sous conservation pour les dépositaires) ?

Pour être vu il faut être visible

Il est nécessaire de rendre la gestion alternative française et son écosystème visibles au sein de son univers de compétiteurs anglo-saxons. Il faut ensuite « permettre de faire » et aménager au moins minima les points fiscaux, sociaux et réglementaires afin de permettre à cette industrie de s'installer en France.

1. La rendre visible, c'est lui donner les moyens

- d'exister : développement des structures d'incubation, assistances techniques à la création et au développement
- de se développer : redonner appétit et incitation aux investisseurs institutionnels de sélectionner la gestion alternative française¹⁵

C'est aussi la faire connaître et la présenter de manière attractive

- structurer l'accueil (guichet unique couvrant la réglementation, le fiscal, le social) multilingue, avec une documentation claire et simple en ligne sur internet
- se montrer. Comme mentionné dans l'étude en exergue, il y a dans tous choix de l'objectif et de l'affectif
 - La documentation, les sites internet permettent de développer « l'objectif », et corriger des croyances ou perceptions erronées
 - Mais l'affectif doit être aussi soigneusement cultivé :
« Il nous faut donc nous adapter à la nécessité de séduire et rassurer l'investisseur. En premier lieu, cela nécessite d'être capable d'apporter des réponses à des questions que l'investisseur ne posera pas toujours spontanément, et qui se

¹⁵ A cet égard, force est de constater que la mise en place de la réglementation ARIA et fonds contractuels est une occasion ratée du seul fait de la non adaptation simultanée des réglementations investisseurs.

ramèneront à la même préoccupation de savoir si tout va bien se passer. Il faut surtout le mettre en confiance par la qualité des équipes d'accueil et en lui donnant le sentiment qu'il sera efficacement aidé pour trouver ses marques en terre inconnue. etc¹⁶ ». Pour être vu, connu et reconnu, il faut se montrer, expliquer et dialoguer. Une stratégie de marketing et de communication auprès des investisseurs et des acteurs de la gestion alternative dans le monde doit être pensée, par rapport aux objectifs des entrepreneurs et l'analyse de leurs attentes et besoins.

2. Permettre de faire

Permettre de faire, c'est résoudre les difficultés techniques relevées par l'étude, dans les domaines de la fiscalité et de la réglementation. C'est aussi organiser des structures d'accueil et d'accompagnement pour aider les entrepreneurs à réussir et optimiser leur entreprise à travers les nombreuses législations qui s'imposent à eux¹⁷.

La certitude qui ressort de cette étude, c'est que rendre la gestion alternative française plus attractive est un chantier multidisciplinaire. Il doit être animé et soutenu (*supported* en anglais) par nos hommes politiques, par nos régulateurs – en particulier du côté des investisseurs – et être mis en avant auprès des régulateurs et des investisseurs internationaux les plus actifs dans ce domaine en organisant des événements sur les principales places.

Mais au plan pratique, ceux qui sont les mieux placés pour mener cette mission et le plus intéressés à sa réussite sont les professionnels de cette industrie. Créer une force de promotion rassemblant des professionnels réputés, offre le double avantage de créer un effet d'entraînement, et aussi une motivation financière puisque le succès de tous est au bénéfice de chacun.

¹⁶ Extraits de ***Douce France, que fais-tu pour vendre ton charme aux investisseurs ?***

(La Gazette de la Société et des Techniques, No 5 Novembre 2000 - Publication des Annales des mines avec le concours du Conseil général des mines et de l'École nationale supérieure des mines de Paris)



¹⁷ L'accompagnement peut aller aussi sur des activités « de confort », tels le services de « relocation », l'aide administrative, etc ;

QUELQUES PRECONISATIONS




Le sondage auprès des acteurs de la gestion alternative, français et étrangers, investisseurs et gérants, a mis en évidence des faiblesses dans l'écosystème de la gestion alternative française.

Quelles en sont les principales conclusions?



Absence / manque d'information / mauvaise connaissance du marché et des produits français:

-  réfléchir à la stratégie de communication / marketing
-  aller à la rencontre des acteurs étrangers et plus particulièrement des « prescripteurs »

Perception plutôt négative de Paris comme centre financier

-  adapter les règles (lois, règlements...) lorsque cela est possible
-  dynamiser l'environnement par des initiatives, visibles, ciblées, promues
-  Favoriser l'implantation de gérants innovants quel que soit le type de fonds gérés¹⁸

Absence d'un tissu local d'investisseurs / absence d'intérêt des investisseurs étrangers :

-  intensifier les efforts pour créer un marché en France
-  intégrer les demandes des investisseurs français et étrangers

Les axes de réflexion sont donc résumés ci-dessous, ils résultent des conclusions tirées de l'analyse détaillée de l'étude qui suit.

¹⁸ Cela pourra paraître étrange d'encourager la gestion de fonds non français par des gérants implantés en France. Cependant, comme le souligne André Orléan dans « le pouvoir de la finance », les comportements mimétiques des acteurs financiers sont particulièrement importants chez les gestionnaires de fonds. Cela les conduit à privilégier des localisations communes afin de profiter de plus d'information et de possibilité de se benchmarker. Avant de développer les fonds français, il convient, par ce biais aussi de favoriser l'effet d'agglomération des gérants en France.


Communication et marketing

- Mettre en place un « guichet unique » d'informations sur la gestion alternative : le « French Asset Management Center », **dédié** à la gestion d'actifs
 - Pourquoi : Aider les porteurs de projets en gestion alternative mais aussi les investisseurs, français et étrangers, les *service providers*.
 - Comment : Création d'un point d'accès unique à l'ensemble de l'information nécessaire à des gérants et des investisseurs, qui couvre la totalité des sujets allant de la création d'une SGP à des informations sur différents types de fonds. Accessible en langue anglaise. Incluant des liens vers des *service providers*. Décliner avec un « guide de la création d'une société de gestion¹⁹ ».
 - Exemple : Holland Financial Centre, City of London...

- Repenser le *branding* des OPCVM
 - Pourquoi : on compte en France environ 20 types de fonds différents, souvent différenciés par des acronymes compliqués, peu cohérents et non traductibles (SPPICAV RFA EL...), les acteurs étrangers - et même français - ne s'y retrouvent pas.
 - Comment : Utiliser des dénominations simples, plus conformes aux standards étrangers et évitant les « faux amis » (Contractual Fund = FCP et non pas fonds contractuel...).
 - Exemple : le Luxembourg ou l'Irlande.

- Informer les « leaders d'opinion » et les « prescripteurs »
 - Pourquoi : les porteurs de projets de gestion alternative s'adressent généralement en premier à leurs contacts professionnels : Prime Brokers, avocats, etc. Actuellement la France est rarement dans leurs « catalogues ». Ils ne connaissent pas assez le cadre français et son fonctionnement pour le détailler à leurs clients.
 - Comment : diffuser un maximum d'information sur une base régulière et identifiable. Expliquer le marché français, ses spécificités, et également le business que les services providers pourraient y faire. Créer et maintenir une « base de la gestion alternative française » afin de rendre le marché visible et donc « monnayable » à travers des prestations ad-hoc.
 - Exemple : être visible dans des études telles que celles de l'annexe 1.

¹⁹ Version améliorée du document AMF sur ce thème. Il conviendrait de le rendre plus « business friendly », d'y inclure des témoignages de gérants installés, des noms de prestataires de services, de mettre en avant les avantages de la France, à la fois pour la gestion mais également en dehors...

 Communiquer auprès des investisseurs étrangers

- Pourquoi : l'étude montre qu'ils ne connaissent pas le marché français. Ils sont pourtant, après les investisseurs français, un important relais de croissance. De plus certains investisseurs étrangers sont friands de gestion alternative.
- Comment : outre le guichet unique présenté plus haut, faire des communications spécifiques pour les investisseurs : « guide de la gestion alternative française ». Organiser des road shows dédiés à l'étranger. Etre présent lors des conférences / sommets sur la gestion alternative ou dédiés aux investisseurs institutionnels.
- Exemple : représentation de l'ALFI en Asie et road show dans le monde, GAIM de Monaco...

 Préparer une campagne d'information plus large sur la gestion en France

- Pourquoi : si la gestion française est mal perçue, il faut également reconnaître que la France est mal connue. L'implantation d'un business en France est un mélange de critères objectifs et subjectifs. Il faut impérativement et concomitamment améliorer l'image de la gestion et de la France dans les communications.
- Comment : prévoir une communication qui présente les avantages de créer une société de gestion en France. Trouver le bon mix produit (la société) / marché (la France). Mettre en avant les points forts de la France (éducation, système de protection sociale, qualité de vie...), minimiser les points faibles (combattre les idées reçues sur la fiscalité des fonds...), tout en communiquant sur le marché de la gestion. S'associer à d'autres initiatives (comme l'Agence française pour les investissements internationaux (AFII)).
- Exemple : Luxembourg for finance sur les réseaux sociaux, brochure « living and working in Luxembourg », « shopping & lifestyle » de l'Ireland's international financial center »...

Promotion de la France comme centre financier

- Privilégier la stabilité des textes relatifs à l'industrie de la gestion
 - Pourquoi : la stabilité est un déterminant essentiel de l'attractivité d'une place financière. Les étrangers se plaignent de ne pouvoir s'appuyer en France sur un environnement stable. D'autres pays font de la stabilité un argument commercial.
 - Comment : en favorisant la promulgation de textes qui ont fait l'objet d'une validation sur le plan opérationnel et donc analysés sous cet angle par l'ensemble des parties prenantes. En favorisant l'engagement par les pouvoirs publics d'une certaine stabilité des textes notamment fiscaux. Il paraît à ce titre vital pour l'industrie française que la fiscalité actuelle des fonds continue d'être aussi favorable que celles de ses concurrents luxembourgeois, irlandais, caïmanais...
 - Exemple : éviter les lois rétroactives (fiscalité), afficher une volonté politique de stabilité des textes.

- Montrer l'engagement des pouvoirs publics dans le développement des gestions innovantes
 - Pourquoi : l'écho renvoyé par la France à l'étranger est celui d'un pays qui refuse la gestion alternative et qui abhorre les activités financières. Les répondants étrangers à l'étude ne sont donc pas enclins à considérer la France comme un pays *business friendly*. Et ces entrepreneurs ne cultivent pas le masochisme.
 - Comment : engagement clair et audible des pouvoirs publics.
 - Exemple : déclarations de Christine Lagarde (qui pourraient être plus largement diffusées et traduites en anglais...).


- Encourager l'implantation en France de gérants innovants ne gérant pas d'OPCVM français
 - Pourquoi : même si on peut le regretter, l'étude montre le peu d'écho international des véhicules français. Elle souligne également la difficulté de lever des capitaux auprès des institutionnels français. Dans certains cas, il peut être plus facile de créer, en premier, un véhicule de droit étranger pour lever des capitaux et intéresser des investisseurs internationaux.
 - Comment : en communiquant plus largement sur la possibilité de gérer de France des fonds *off-shore*. En aidant les gérants qui, pour des raisons commerciales et de demandes d'investisseurs, souhaitent gérer des fonds off-shore de Paris à mener leur projet à bien. En affichant à l'égard des projets de création de fonds étrangers, la même bienveillance que pour les projets nationaux lorsque la SGP est créée en France.
 - Exemple : gérants qui souhaitent gérer de Paris des fonds Caïmans pour des clients du Moyen-Orient.

 Favoriser le *seeding*


- Pourquoi : c'est clairement le point noir de la gestion alternative en France. C'est un déterminant essentiel, qui organise la sélection professionnelle des meilleurs talents et les porte à une taille économiquement viable
- Comment : Création / développement d'un seed center (en partenariat avec le "French Financial Center", sur le modèle néerlandais). Ce modèle, pour le développement de la gestion alternative, repose sur plusieurs axes: aide à l'implantation de hedge funds avec l'apport de fonds (25 ml Euros par hedge fund en moyenne), de locaux au prix abordable et de support opérationnel. Les gérants choisis ont une seule contrainte: s'implanter aux Pays-Bas.
- Comment : Aux Pays-Bas, les 250 millions proviennent d'un fonds de pension, APG : favoriser les partenariats publics – privés

 Amélioration « à la marge » de certains véhicules

- Pourquoi : rationaliser les gammes sous entend qu'avec un même véhicule on puisse mettre en œuvre de nombreuses gestions.
- Comment : améliorer encore l'OPCVM Contractuel, lui permettre de faire de l'immobilier, éclaircir la notion de contractualisation de la responsabilité du dépositaire.
- Exemple : plan comptable pas adapté à l'immobilier, incompréhension par les acteurs de la contractualisation de la responsabilité du dépositaire.

 Maintenir une homogénéité dans les présentations de produits

- Pourquoi : la gestion française doit présenter une gamme cohérente si elle veut être comprise, notamment à l'international.
- Comment : dans le cadre de la réforme UCITS IV, et notamment la partie KID, faire en sorte de ne pas alourdir les obligations pour les fonds alternatifs vis-à-vis des UCITS (on pense en particulier au AlterUCITS).

 Privilégier les textes autoportants

- Pourquoi : en plus de la difficulté relative de trouver des textes officiels, il est souligné la difficulté de comprendre ces textes, notamment du fait de nombreux renvois.

- Comment : privilégier les textes autoportants lorsque cela est possible, envisager de créer une base de données « juridique » qui permettrait de retrouver l'ensemble des textes liés à un sujet précis.
- Exemple : instruction sur le calcul de l'engagement.

Favoriser l'émergence d'un marché

- Continuer les actions de lobbying auprès des tutelles des institutionnels français
 - Pourquoi : il n'est pas envisageable de pouvoir exporter des produits sans une base nationale d'investisseurs. Il n'est pas possible d'attirer des services providers s'il n'y a pas de marché de la gestion alternative en France.
 - Comment : cibler toutes les tutelles à démarcher, organiser des réunions qui réunissent des gérants mais également des institutionnels et des service providers.
 - Exemple : tutelles des assurances, APE...
- Travailler plus directement avec les investisseurs pour améliorer le cadre français
 - Pourquoi : le sondage montre que les investisseurs, qu'ils soient institutionnels ou privés souhaitent améliorer certains points dans le fonctionnement des fonds français.
 - Comment : en travaillant avec eux sur des sujets qui représentent des déterminants du choix d'investissement. Réflexion sur les UCITS de hedge funds : jusqu'où peut-on aller, quelle est la sécurité réelle ? OPCVM à lock-up important : peut-on créer en France un marché secondaire organisé des parts ou actions ? Gouvernance : comment des investisseurs peuvent-ils être partie prenante au fonctionnement de certains OPCVM (club deal dans un contractuel) ? Directorship : la présence de directeur indépendant serait-elle une bonne chose pour la vente à l'international (alignement des intérêts gérants / investisseurs). Promouvoir la transparence et l'accès à l'information...
 - Exemple : voir partie Investisseurs de l'étude.

7 Rendre visible les vecteurs de distributions des fonds

- Pourquoi : les gérants français ont du mal à cibler les investisseurs capables d'investir dans leurs fonds.
- Comment : en accord avec les investisseurs qui le souhaitent (institutionnels, family office, fonds de fonds...), établir une liste de qui achète de l'alternatif et sous quelles contraintes (track record, encours sous gestion, due diligence à faire, degré de transparence, véhicules privilégiés ou interdits...).

7 Attirer des service providers

- Pourquoi : un marché à besoin de service providers capables de fournir, en France, des services à forte valeur ajoutée. La présence plus importante de Prime Brokers peut donner accès à des services « corporate » comme le capital introduction, des administrateurs peuvent fournir des services de TA ou de valorisation indépendante de produits complexes, etc.
- Comment : en mettant en avant le marché français (même s'il est réduit dans l'immédiat) et les opportunités business qu'il comporte. En ayant une politique volontariste de développement des gestions innovantes, notamment au niveau des pouvoirs publics. En leur expliquant clairement quels sont les services qu'une société de gestion peut externaliser, même à l'étranger.

7 Comparer la France aux pays concurrents

- Pourquoi : pour donner de la visibilité à la France et combattre certaines idées reçues qui font que, dans tous les cas, on ne s'implante pas en France.
- Comment : ne pas hésiter à faire de la « publicité comparative ».
- Exemple : le statut d'impatrié en France, la fiscalité des fonds français vs celle des fonds européens, des statistiques sur le délai de création d'un fonds contractuel vs un SIF (délais réels et non pas « affichés », etc.).

7 Redorer l'image auprès de l'opinion publique

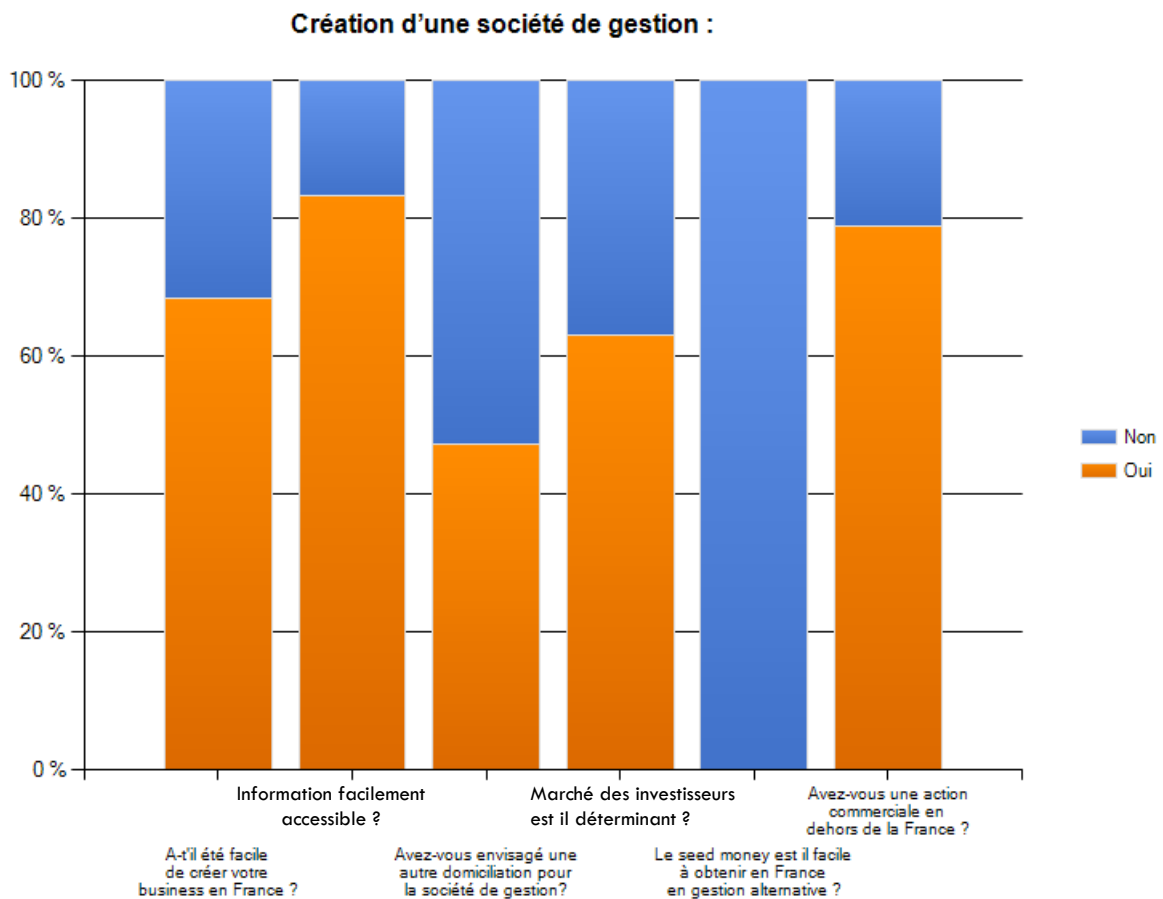
- Pourquoi : l'opinion publique est probablement un des principaux freins à tout changement ; le monde de la finance est également mal perçu.
- Comment : selon le principe du « what's in it for you » : créations d'emplois, attraction de richesses, etc.

ANALYSE DETAILLÉE

Les sociétés de gestion et les produits

La création de sociétés de gestion en France :

S’il paraît évident d’imaginer que des gérants non français ont pensé à créer des sociétés de gestion (SGP) dans différentes juridictions, il faut noter qu’en matière de gestion alternative, plus de la moitié des gérants français ont mis en concurrence la France et d’autres pays (52% des gérants français interrogés). Les concurrents en termes de domiciliation de société de gestion sont Londres et la Suisse (Genève et Zug principalement).



Pour ceux qui ont choisi la France comme domicile de leur SGP, la perception de l’existence d’un marché d’investisseurs français en gestion alternative a été pour les deux tiers des gérants un déterminant fondamental de leur choix. **Cependant, a posteriori, trouver des investisseurs en gestion alternative et a fortiori du *seed money* est un problème pour 100% d’entre eux.**

- ✓ Il n'y a pas de culture de seed money en France (sauf rare exception)
- ✓ Il est difficile de lever de l'argent sur la gestion alternative en France de façon générale alors le seed money....
- ✓ Grande frilosité des investisseurs français à l'égard des petites sociétés

Il faut donc noter que le principal déterminant du choix de la France pour établir sa société de gestion, la proximité d'investisseurs jugés a priori favorable à la gestion alternative s'avère a posteriori peu pertinent.

A cette difficulté s'ajoute la différence, durement ressentie, entre les textes et l'interprétation des textes. Certaines sociétés de gestion estiment en effet que la doctrine de l'AMF est souvent plus dure que les textes le laisseraient penser et surtout que **cette doctrine n'est pas stable dans le temps**.

En revanche, les gérants français estiment **qu'il est relativement facile de trouver de l'information pertinente afin de créer une société de gestion en France** (82%), que les textes officiels sont faciles à trouver (en particulier sur le site de l'AMF) même si la majorité des répondants (52%) estiment qu'il est en revanche difficile d'interpréter facilement ces textes. **Cet accès à l'information est un second déterminant au choix de l'implantation en France**.

Si la doctrine²⁰ de l'AMF est parfois critiquée, il faut noter que l'image de l'AMF, lorsqu'on parle de création de société de gestion, est bonne sur le plan technique et sur la rapidité des retours aux réponses posées. Le régulateur n'est cependant clairement pas vu comme un catalyseur pour la vente de produit en France et à l'étranger, ce que l'on verra par la suite.

- ✓ sérieux, technique, peu vendeur
- ✓ Parfaitement compétents et courtois. Pourraient être plus accommodants et pragmatiques.

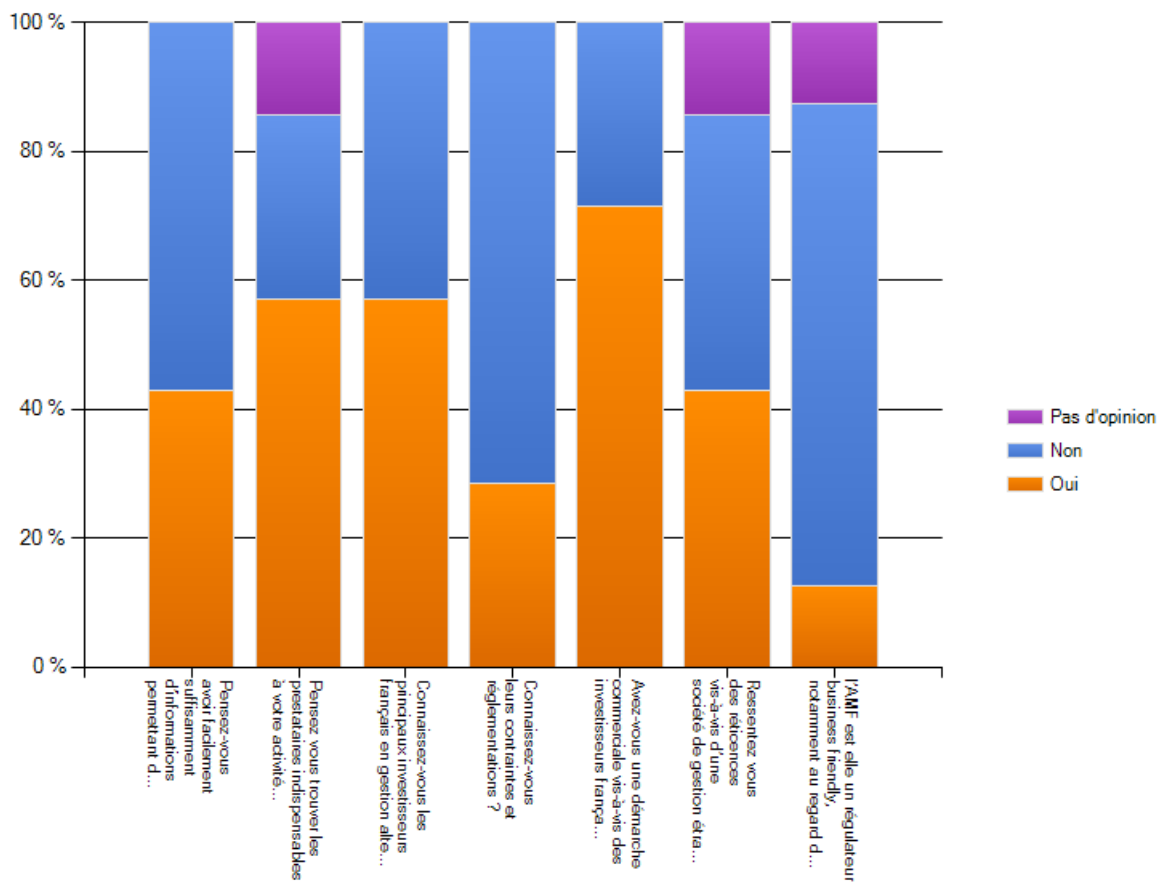
Au final, **68% des gérants français estiment qu'il est plutôt simple de créer une société de gestion de portefeuille en France**. De plus les infrastructures françaises sont plébiscitées par ces gérants, de même que le marché du travail (personnel compétent, motivé, qualifié et compétitif niveau salaire). Les dispositifs sociaux sont jugés coûteux et complexes, mais ils offrent pour 66% des gérants des contreparties visibles. Le droit français applicable aux OPCVM Contractuel est jugé pertinent. **Seule la fiscalité dans son ensemble (des sociétés, des personnes et des fonds) est perçue comme particulièrement négative**. A noter que cette perception est en partie révélatrice de méconnaissances, en particulier pour la fiscalité des fonds.

²⁰ Plus précisément son instabilité, et les différences d'interprétations parfois mises en avant entre différentes personnes au sein du régulateur.

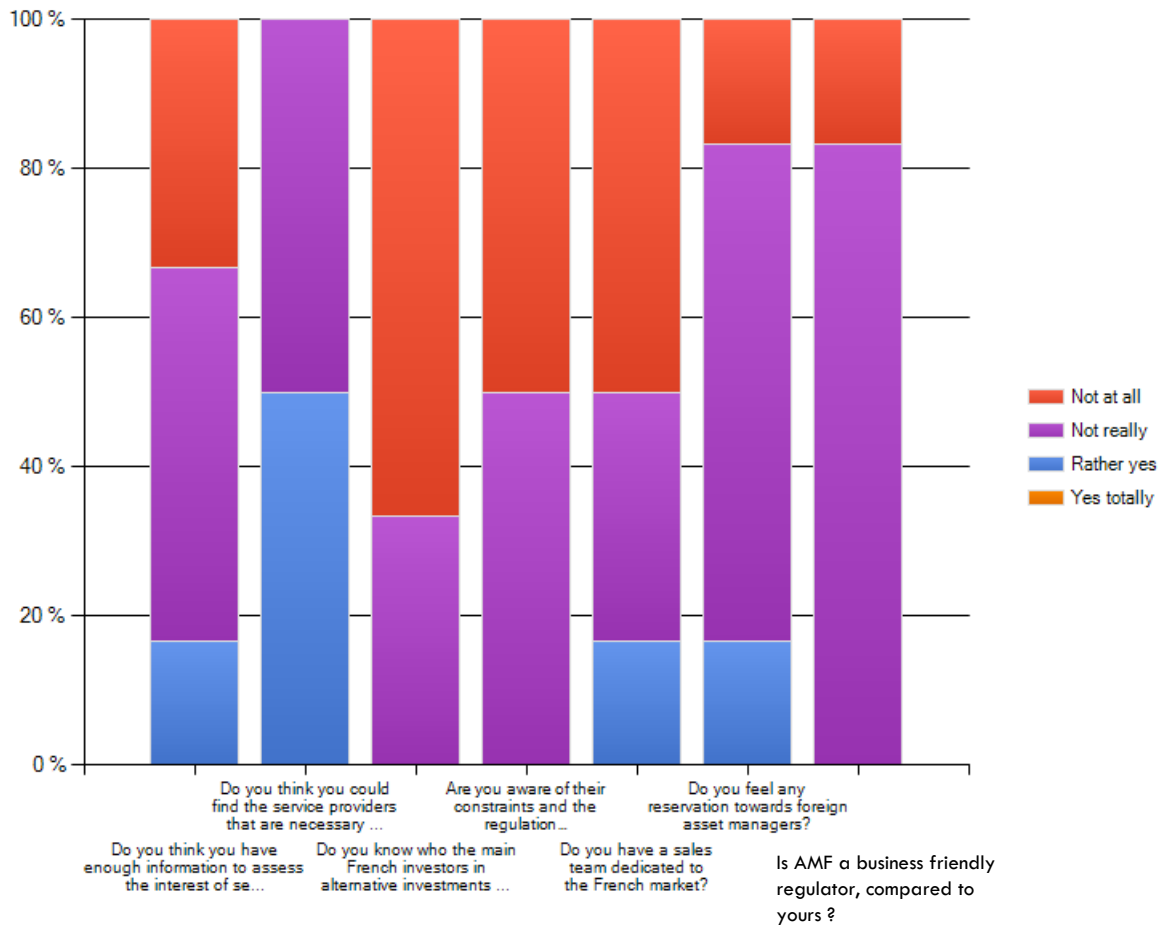
Pour les gérants étrangers, la perception est d'autant plus différente qu'ils sont francophones ou non. Si l'on examine les deux déterminants identifiés précédemment pour la création d'un business en France – le marché des investisseurs et la facilité d'accès à l'information en vue de la création – les réponses sont différentes de celles des gérants français :

58% des francophones et 82% des anglophones pensent qu'il est difficile de trouver de l'information pertinente sur la France. 45% des francophones et 100% des anglophones ne connaissent pas ou peu les investisseurs français en gestion alternative et la très large majorité de ce groupe d'individu ne connaît pas leurs contraintes d'investissements.

Réponses francophones :



Réponses anglophones :



A la question « Quels sont selon vous les points positifs et négatifs pour implanter un business en France ? », **il est important de constater que toutes les réponses reçues mettent en avant uniquement des points négatifs.** Les principaux points soulignés concernent l'**incertitude** fiscale future, l'antagonisme du gouvernement à l'égard de la finance et en particulier des hedge funds et une façon trop franco-française de considérer le business (ce que l'on retrouvera en analysant les réponses sur le marché français). Il faut constater que pour 66% des francophones et 80% des anglophones, s'installer en France ne procure aucun avantage concurrentiel. Enfin, le régulateur français est perçu moins *business friendly* que leur régulateur local.

- ✓ **La complexité de la réglementation (FCIMT, ARIA, ARIAEL, maintenant Ucits coordonné, fonds considérés comme offshore aux yeux du régulateurs alors qu'ils sont Ucits partie II Luxembourg**
- ✓ **Négatif: la franco-française d'appréhender le business, le manque "d'empathie" vis à vis des partenaires non français - un parfait exemple: les acronymes à 12 lettres que personne ne comprend hors le système bancaire français**

- ✓ I would perceive there to be few upsides. Paris is not a major financial centre and politically i would view the French government as antagonistic to alternative investment managers.
- ✓ le régulateur mais aussi la presse et le pouvoir Politique Français diabolisent la gestion alternative ce qui envoie un message négatif aux acteurs
- ✓ cadre et manque stabilité fiscale et réglementaire pour les gérants et les cadres de sociétés de gestion alternative

Concernant l'écosystème, les gérants francophones pensent majoritairement trouver en France les prestataires indispensables à leur activité. Ils sont 83% à déjà avoir été en contact avec eux, et trouvent de légères différences (moins techniques et moins automatisés que les prestataires hors France). Les anglophones pensent aussi trouver des prestataires mais sont 80% à n'avoir pas eu de contact avec des prestataires français.

Pour les gérants francophones, la vision des infrastructures françaises est très bonne, le marché du travail est jugé peu cher, avec du personnel de qualité mais un peu moins motivé et expérimenté que selon la vision française. Pour les autres critères, il n'y a pas de réelle différence à l'exception de la fiscalité des fonds qui semble moins bien connue (33% de « je ne sais pas »). Enfin, il faut noter que malgré la faiblesse de l'échantillon, il n'y a pas de différence entre les gérants francophones européens et les gérants francophones du « reste du monde ».

Paradoxalement, la situation est un peu différente pour les gérants anglophones : si les infrastructures sont toujours jugées bonnes, trouver du personnel qualifié et motivé est un peu moins apprécié (mais la différence n'est pas significative). Le système social est en revanche plébiscité (simple, peu cher et avec des contreparties lisibles) mais pas le droit social (difficulté d'embaucher et encore plus de licenciement pour ajuster les effectifs). Le droit applicable aux fonds contractuels, les taxes sur les entreprises et la fiscalité des personnes ne sont pas très connues, et généralement jugées négativement. Quant à la fiscalité applicable aux OPCVM, elle est totalement ignorée.

L'analyse du questionnaire rempli par les gérants français a permis deux choses :

- a. montrer que des difficultés structurelles (fiscalité, droit du travail...) et des mécanismes complexes (dispositifs sociaux ou interprétation des textes), s'ils sont bel et bien des freins au développement des sociétés de gestion alternative, ne remettent pas en cause les déterminants *a priori* positifs que sont la présence d'investisseurs et la facilité d'accès à l'information en vue de la création d'une SGP.
- b. A posteriori, l'extrême difficulté de trouver en France des investisseurs en gestion alternative, particulièrement pour les boutiques et pour le *seed money*.

En comparaison, on note que les gérants étrangers – particulièrement les anglophones – ont une mauvaise connaissance du tissu d’investisseurs français et qu’ils estiment avoir un mauvais accès à l’information en vue de créer une SGP.

Si la vision de la France et de ses contraintes structurelles n’est pas si différente entre les gérants français et francophones, il faut noter que les gérants anglophones estiment ne pas connaître l’environnement fiscal, notamment celui des fonds. Par ailleurs ces derniers semblent apprécier plus que les autres les dispositifs sociaux français, mais sont effrayés par la rigidité des structures imposée par le droit social.

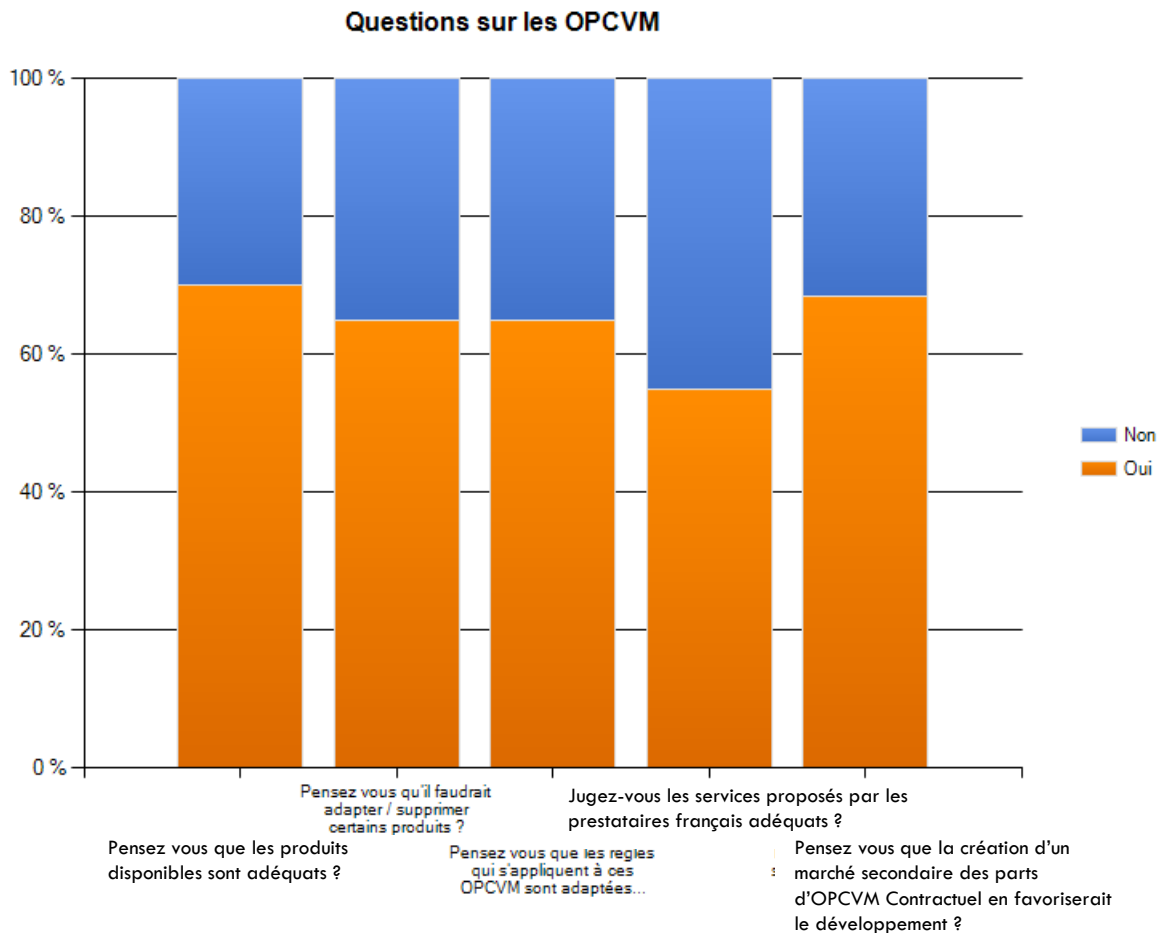
Enfin, notons que l’atmosphère politique « anti finance » véhiculée principalement par les politiques et le manque de clarté des textes et des termes employés sont aussi des freins à l’établissement de gérants étrangers en France.

Pistes de réflexions :

- 1. Favoriser l’implantation en France de gérants innovants grâce à la création d’un « French Asset Management Center » dédié à la gestion. Faire connaître et favoriser la gestion depuis la France de fonds d’investissements de droit étranger. L’implantation de gérants favorisera la création d’un marché, ce qui favorisera, à moyen terme, la création d’OPCVM de droit français.**
- 2. Favoriser le « faire savoir » en France et à l’étranger, adopter une démarche « marketing » lors des refontes réglementaires.**
- 3. Favoriser l’émergence de seeders en France, notamment de fonds de fonds, et plus particulièrement de fonds de fonds qui inciteraient à la domiciliation de la société de gestion en France : exemple de la Hollande.**
- 4. Mettre à disposition des gérants étrangers un « kit de bienvenue » soulignant les points forts identifiés (infrastructures, marché du travail, dispositifs sociaux, statuts d’impatriés…) et combattant les idées reçues (fiscalité des OPCVM).**
- 5. Lancer une réflexion plus large (ie : pas uniquement liée à la gestion alternative) sur les réformes fiscales et sociales liées à la gestion (carried interest, non soumission à l’ISF de l’argent mis dans un fonds pour le seeding, assouplissement du droit du travail pour une activité dont le volume peut connaître une volatilité extrêmement brutale.**
- 6. Prise de conscience par les pouvoirs publics du risque d’image des déclarations hostiles à la finance. La gestion et encore plus la gestion alternative sont créatrices d’emplois directs et indirects qualifiés. Les pouvoirs publics devraient encourager (ou au moins ne pas décourager) l’implantation en France d’acteurs régulés et contrôlés.**
- 7. Améliorer et unifier la communication du régulateur sur sa doctrine**

Les véhicules français de gestion alternative :

70% des gérants français estiment que les véhicules français de gestion alternative et les règles qui les gouvernent sont adaptés à la gestion alternative. Pourtant le même pourcentage estime qu'il conviendrait d'adapter ou supprimer certains produits. Les questions ouvertes permettent de donner un éclairage à ces chiffres. Si ces produits correspondent aux besoins techniques des gérants, ils ne sont pas compatibles avec les contraintes imposées aux investisseurs français et ne sont pas reconnus au niveau international.



- ✓ **Le problème ne vient pas des produits mais de la réglementation des investisseurs institutionnels français et du manque de stabilité et de visibilité du paysage juridique, social et fiscal en France pour les souscripteurs étrangers**
- ✓ **Les fonds ARIAs et autres non UCITS sont des fonds poubelle, rejetés par les investisseurs français car considérés comme risqués. Ils sont sans avenir commercial et donc sans intérêt pour un gérant alternatif. L'idée serait de n'avoir qu'un seul format de fonds, avec différentes barrières de contrainte. Chacune de ces barrières permettrait de définir quel type d'investisseur est concerné et peut investir.**

- ✓ **Plus grande simplicité - Compatibilité avec le droit anglo-saxon (mais est-ce possible...?)**

Ce n'est pas nouveau, les gérants français aimeraient que les réglementations des investisseurs institutionnels français évoluent, lorsque c'est possible, de façon concomitante à la réglementation des produits. **Une gamme plus resserrée et plus lisible rationaliserait l'offre française et permettrait une meilleure visibilité auprès des institutionnels.** En effet, c'est là encore les besoins et contraintes des clients qui sont toujours cités comme déterminants du choix du véhicule.

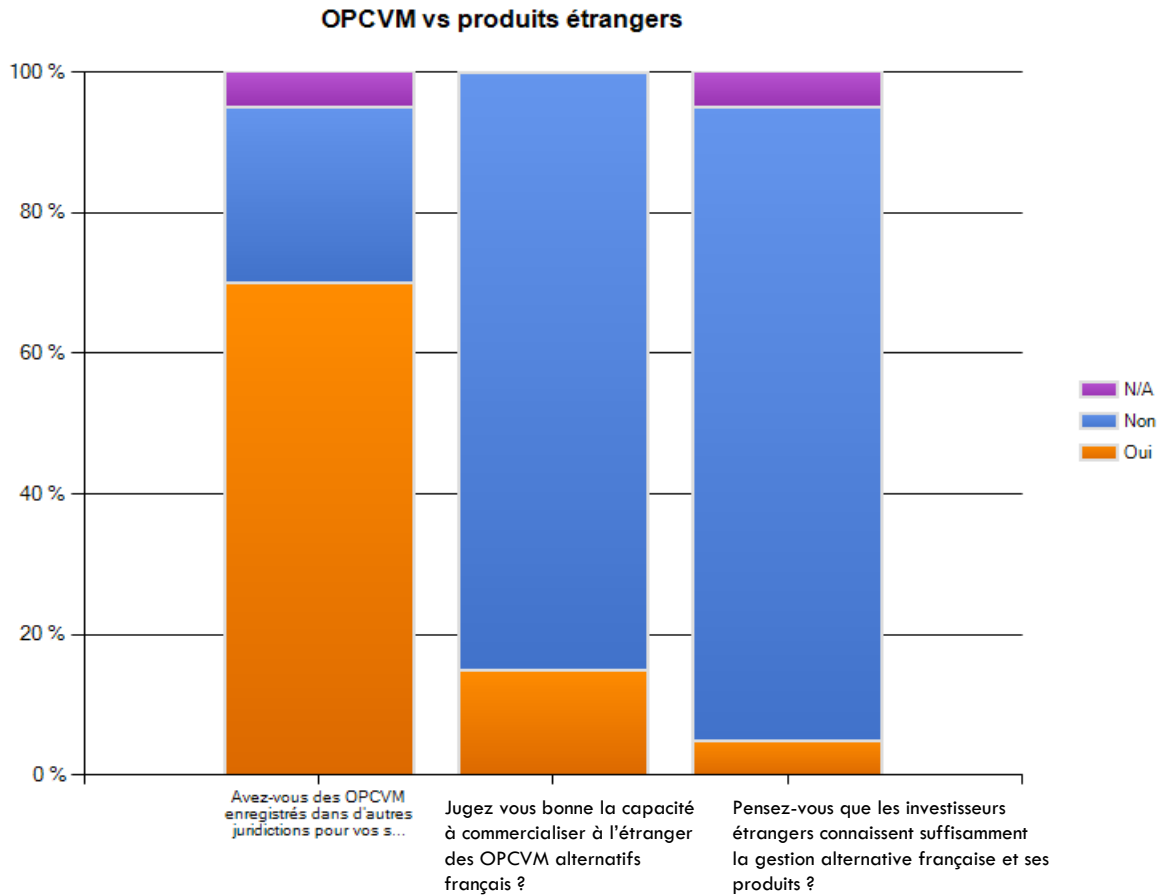
- ✓ **la réglementation des clients; il faudrait rendre compatible celle ci avec celle de l'AMF**
- ✓ **Principal déterminant: la clientèle visée ainsi que la régulation qui gouverne cette clientèle**
- ✓ **Principal déterminant: contraintes réglementaires des investisseurs institutionnels**

Enfin, notons que pour des gestions plus complexes, le choix du véhicule est dicté en premier lieu par sa compatibilité à la stratégie mise en œuvre. **L'OPCVM Contractuel est plébiscité.**

- ✓ **Nos produits sont des FCP Contractuels en raison des caractéristiques des portefeuilles (concentration, OPC de droit étranger...)**
- ✓ **nos produits d'incubation sont complexes le fonds contractuel français s'est révélé être souple et adapté à notre business.**

Au-delà de la gamme des fonds français, les gérants interrogés ont des véhicules off-shore dans leur gamme de produits. Ces fonds off-shore sont très majoritairement caïmanais, souvent luxembourgeois et irlandais et plus rarement jersey ou maltais, et destinés à une clientèle étrangère (européenne ou non) habituée aux standards associés à ces domiciles.

Les gérants estiment en effet que les fonds français sont difficilement exportables (88%), en particulier à cause de la mauvaise connaissance des produits français par les investisseurs étrangers (90%). C'est la principale raison évoquée par les gérants français : **le manque de connaissance des produits et la mauvaise image de ceux-ci à l'étranger.**

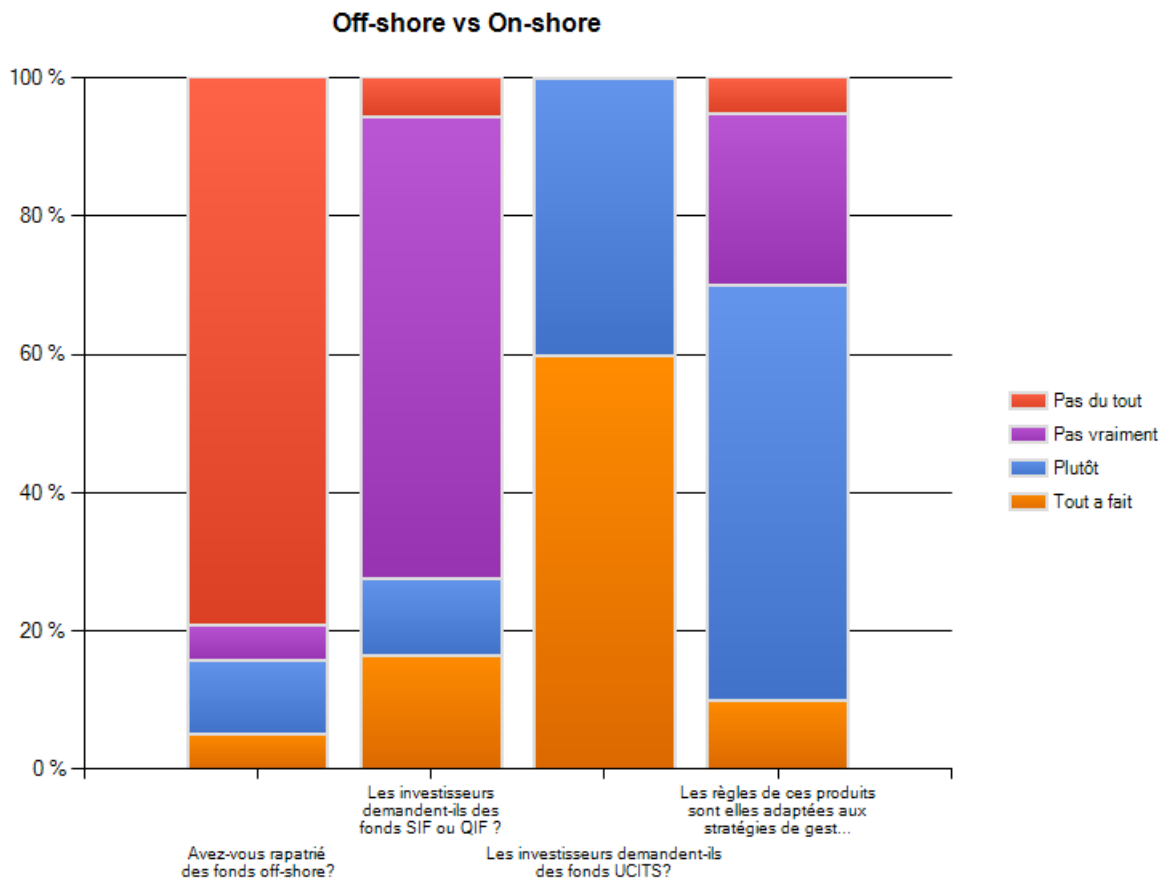


- ✓ **Objectivement la sécurité de l'investisseur est plus grande en France que dans les autres pays; cependant l'image de la réglementation française et de l'AMF sont telles que les investisseurs étrangers ne sont pas disposés naturellement à regarder les produits français**
- ✓ **La non connaissance par les étrangers du Contractuel français**
- ✓ **Un fonds contractuel permet une grande liberté. Cependant, à la commercialisation, le format français est négatif dans l'esprit des investisseurs. France = contraintes, donc moins de performances qu'avec un fonds de droit étranger.**
- ✓ **Les produits étrangers ont des prospectus en anglais et existent depuis longtemps. Aucun changement d'avis des autorités de tutelle n'est à craindre de leur côté. Les contractuels permettent tout mais il n'y a pas de clients : les caisses de retraites ne peuvent pas, les assureurs s'en fichent et c'est interdit pour les particuliers "normaux".**
- ✓ **Les SIF et les QIF présentent les avantages suivants : meilleure gouvernance (board), prime broker, valorisation indépendante, coûts de gestion administrative et comptable à la charge du fonds, facilités de relocalisation des hedges existants en SIF ou QIF**

Contrairement à ce que les « bruits de marché » peuvent laisser penser, peu de gérants ont ou vont re-domicilier onshore des fonds off-shore (82% ne l'ont pas fait). En effet, malgré les possibilités

offertes en Irlande ou au Luxembourg, la demande des investisseurs pour des fonds transformés en QIF ou SIF n'est pour l'instant pas particulièrement forte (76% des gérants ne ressentent pas cette demande). **En revanche, la demande pour des fonds UCITS est beaucoup plus forte (100%) et notamment pour les UCITS Hedge que les 2/3 des gérants estiment suffisamment adaptés à la gestion alternative.**

Au final, une tendance de ce marché n'est pas à la redomiciliation de véhicules off-shore en QIF, SIF ou – dans une moindre mesure puisqu'il n'y a pas de possibilité de redomiciliation en France – en Contractuel mais à la demande de « copie » UCITS de véhicules off-shore. Cette tendance, forte, conduit certaines sociétés de gestion à adopter une attitude « défensive » : créer un produit UCITS, copie « dégradée » de la stratégie initiale sert à éviter une fuite de clients qui ne pourraient / voudraient plus investir dans des produits off-shore. Les gérants estiment en effet majoritairement que les fonds UCITS ne peuvent pas reproduire les performances auxquelles les investisseurs s'attendent à la vue des stratégies off-shore, notamment à cause des contraintes de liquidité. **Les gérants estiment cependant que la perte de performance qui en résulte est largement compensée par l'ouverture commerciale offerte par ce « label ».** Certains investisseurs, généralement les moins sophistiqués, considèrent, eux, que cette perte de performance est compensée par la sécurité (ou réduction de responsabilité) du fait de l'agrément du produit.



Cependant, l'expérience de gérants étrangers montre qu'il n'est finalement pas si facile de lever des capitaux avec des UCITS (manque d'expérience des réseaux de distributions, des contraintes produits et investisseurs...).

Sur ce point, la France fait figure d'exception puisque tous les gérants qui sont passés d'ARIA à UCITS déclarent avoir levé des capitaux. **Il faut enfin noter que les gérants français sont partagés sur les UCITS Hedge, notamment sur la protection réellement offerte.**

- ✓ le off shore fait peur, même si récemment la réglementation luxembourgeoise n'est pas apparue très favorable aux investisseurs; l'apparition des UCITS HF correspond aux souhaits des investisseurs : transparence, liquidité et sécurité; cependant ceci peut être un trompe l'œil pour nombre de stratégie
- ✓ Certaines places (LUX) offre des "package" de redomiciliation clé en main depuis Jersey/Guernesey avec portage de la société, donc sans impact sur les porteurs! Ce qui n'est probablement pas possible pour les Contractuels
- ✓ Les UCITs sont à la mode

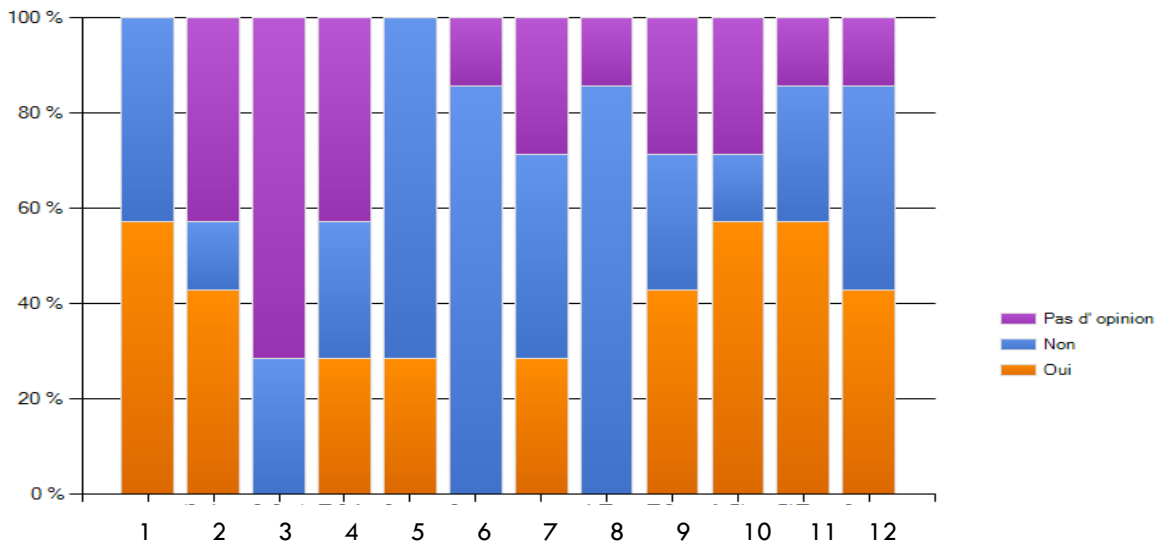
- ✓ redomiciliation: on en parle beaucoup mais il y en a encore très peu et la France n'est jamais envisagée comme terre d'accueil; UCITS hedge funds: la réglementation est adaptée à certaines stratégies mais pas à toutes (re: exigence de liquidité)
- ✓ UCITisation : un mal nécessaire
- ✓ Il y a un sérieux risque de banalisation de cette forme de gestion. Parfois, il s'agit d'un mariage entre la carpe et le lapin...
- ✓ Offshore vers SIFs: évident étant donné le battage médiatique 'anti offshore'. Apparition hedge funds UCITS3 évidente aussi et sensée pour les stratégies/produits liquides (L/S...)
- ✓ Nous n'avons pas de demande pour une redomiciliation en QIF/SIF de fonds offshore mais nous avons une énorme demande en UCITS3
- ✓ Une nécessité pour la clientèle institutionnelle française qui ne veut plus investir dans les hedge funds même si la redomiciliation n'apporte pas grand chose à la sécurité du dispositif; l'apparition de NEWCITS (UCITS hedge funds) est très préoccupante du point de vue du risque de liquidité. Cette possibilité devrait être offerte uniquement aux stratégies liquides à faible niveau de leverage
- ✓ UCITS Hedge : une volonté intelligente de rapatrier les capitaux
- ✓ UCITisation : très positive

Concernant les gérants étrangers, force est de constater qu'ils connaissent mal les spécificités des OPCVM français de gestion alternative. Ils connaissent d'autant plus mal qu'ils sont anglophones et non francophones. Ils ont donc du mal à comparer les règles des fonds français à celles qui leur sont standards, de même pour la fiscalité. **Si un tiers des gérants francophones pense qu'un fonds français peut donner un avantage compétitif au niveau européen, 80% de l'ensemble des**

gérants non français estiment que ces produits ne procurent aucun avantage au niveau mondial.

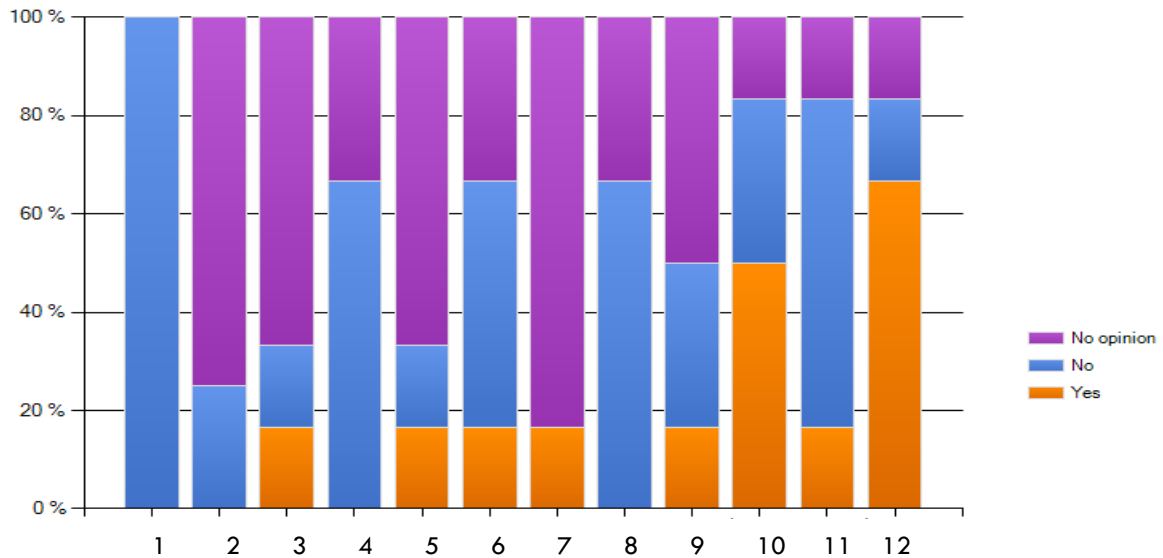
Les gérants francophones sont 33 % (mais 50% de ceux basés en Europe, ce qui n’apparaît pas sur le graphique ci dessous) à penser que le format UCITS est un avantage concurrentiel. 82% des gérants off shore déclarent ne pas avoir d’opinion, ce qui est logique puisque ces gérants ne distribuent actuellement que des fonds non européens à des clients qui sont généralement amateurs de ce type de produits. La gouvernance des fonds français divise la population de gérants interrogée (45% à 50% des répondants pensent qu’elle est conforme aux standards internationaux), et plus de 55% des gérants étrangers et francophones jugent que c’est un point important en termes de distribution.

Réponses francophones (voir légende page suivante):



Enfin il faut noter que 82% des gérants étrangers estiment qu’il est difficile de trouver de l’information sur les fonds français alors que 66% estiment que c’est déterminant pour leurs choix de structure.

Réponses anglophones :



Légende graphiques précédents :

- 1 : Connaissez-vous les spécificités produits français ?
- 2 : si oui, les jugez vous adaptés à la gestion alternative ?
- 3 : Trouvez-vous la fiscalité des OPCVM français vs celles des produits concurrents, attractive ?
- 4 : Jugez-vous le potentiel de distribution des produits français VS les produits proposés dans d'autres juridictions bon ?
- 5 : Pensez-vous qu'un produit régulé français puisse constituer un avantage concurrentiel pour une distribution européenne ?
- 6 : Pensez-vous qu'un produit régulé français puisse constituer un avantage concurrentiel pour une distribution mondiale ?
- 7 : Pensez-vous que le format UCITS Hedge soit plus pertinent que des OPCVM contractuels pour la distribution européenne ?
- 8 : L'écosystème français de la gestion alternative vous paraît-il adapté (présence et compétitivité des dépositaires, prime broker, commissaires aux comptes, valorisateurs...)?
- 9 : La gouvernance des fonds de gestion alternative français est-elle conforme aux standards internationaux ?
- 10 : Ce point est-il selon vous important, notamment au niveau de la distribution ?
- 11 : Pensez-vous pouvoir trouver facilement des informations sur les OPCVM de gestion alternative français, notamment sur leurs règles de fonctionnement, de création etc. ?
- 12 : Ce point est-il déterminant pour vous dans l'optique de créer un fonds ailleurs que dans votre juridiction d'origine ?

Au final, lorsqu'on leur demande de comparer la France et les autres pays de gestion alternative (plus précisément de domiciliation des fonds de gestion alternative, même si les réponses sont plus larges, notamment sur la fiscalité), il ressort que la France arrive loin en terme de notoriété derrière l'Irlande et surtout les « Caribbean islands » (pour lesquelles la mauvaise image souvent citée par les gérants français n'est citée qu'une fois par les gérants étrangers) et que l'image du Luxembourg

est contrastée, surtout chez les anglophones. Par ailleurs, les fonds Luxembourgeois sont souvent assimilés à des fonds « européens » malgré une place qui souffre de défauts objectifs.

- ✓ **Caribbean Islands :**
preferable
Easy to set up. Low levels of state interference. Reputable legal and accounting services
light regulation
Cayman sont plus flexibles en terme de structure et il y a moins de contraintes administratives et financières. Les autres places coutent cheres.

- ✓ **Irlande :**
Irlande = infrastructure dynamique
preferable
Low tax. A number of good service providers. Weaker links to the investment banks

- ✓ **Luxembourg :**
user-friendly
Horror story. Marginally corrupt, terrible lawyers and local service providers.
no opinion
well regulate

- ✓ **France :**
France = pas connu des investisseurs - risque fiscal
unknown
Little obvious reason to set up in France. Does not offer any business benefits compared to say London or New York nor does it have the tax advantages of the offshore centres.

Sans surprise, **le principal choix de domiciliation d'un fonds reste la présence d'investisseurs.** Avant de pouvoir cibler une clientèle internationale rompue aux spécificités de la gestion alternative, les sociétés de gestion françaises doivent se construire un *track record* et avoir des encours sous gestion suffisants. Afin d'atteindre cet objectif, les gérants français réitèrent leur souhait de **voir les produits régulés français mieux traités par les contraintes des investisseurs français.** Au-delà de cette demande, le souhait de simplification de la gamme des OPCVM dédiés à la gestion alternative apparait clairement. Il est accompagné d'une mise en avant de l'OPCVM contractuel, malgré le fait que **ce véhicule manque de visibilité en France et surtout à l'étranger** (auprès des investisseurs). S'ils mettent généralement en avant la protection offerte par le cadre français, les gérants estiment que l'image à l'international de la régulation de nos fonds est brouillée (taxes, incertitude réglementaire, contraintes ressenties...) ce qui les rend difficilement exportables. **Pour les gérants étrangers, c'est le manque général d'information qui l'emporte.** Ils ne connaissent que très peu

les véhicules français, ne voient pas en quoi avoir ce type de véhicule présente un avantage concurrentiel et surtout, la France souffre d'un large déficit de notoriété vis-à-vis des *Caribbean Islands* et de l'Irlande (c'est un peu moins vrai du Luxembourg, ce biais semble venir du fait que les gérants internationaux interrogés sont plutôt anglo-saxons que d'Europe continentale).

Enfin, deux points méritent de figurer en bonne place dans les réflexions : le phénomène UCITS Hedge et les questions de gouvernance.

Pistes de réflexions :

1. **Accroître l'effort de conviction auprès des régulateurs des institutionnels français**
2. **Accroître la diffusion d'information sur les véhicules français de gestion alternative, et plus spécifiquement sur l'OPCVM Contractuel**
3. **Réfléchir à une rationalisation de la gamme des véhicules alternatifs français en coordination avec les investisseurs. En particulier réfléchir à une segmentation fonds retail / fonds institutionnels avec des différences de tickets d'entrée. Un UCITS Hedge pourrait par exemple entrer dans la seconde catégorie.**
4. **Offrir une gamme homogène en termes de branding (plus de OPCI RFA EL, ARIA de fonds alternatifs... Changer le terme OPCVM Contractuel qui, traduit en anglais équivaut à un simple FCP)**
5. **Offrir aux gérants étrangers plus d'informations sur cette gamme française, en n'oubliant pas la problématique fiscale, source de contre-vérités. Eviter l'écueil de la multiplication de l'information parcellaire et non mise à jour.**
6. **Expliquer aux investisseurs étrangers la gestion alternative française et le « mode d'emploi » en vue de s'implanter. Prendre exemple sur l'ALFI qui va former les institutionnels asiatiques aux fonds Luxembourgeois.**
7. **Communiquer auprès des « leaders d'opinion »²¹ sur la gestion française pour que la France entre dans la liste des pays où l'on peut domicilier des fonds (ex : étude Simmons & Simmons en annexe).**
8. **Lancer un débat de place sur les UCITS Hedge : jusqu'où peut on aller, quels produits autoriser ? Arbitrage entre compétitivité et sécurité et responsabilité de l'investisseur**
9. **Réfléchir à la gouvernance des OPCVM français par rapport aux exigences internationales : permettre, dans certaines structures, la présence de *directors* indépendants. Permettre également à des structures de type « club deal »,**

²¹ On pense notamment aux cabinets d'avocats anglo-saxons, aux *administrator* de fonds, aux *Prime Brokers*, aux *directors* off-shore.

d'impliquer plus les clients dans la « vie du fonds et de ses investissements » (à articuler avec le principe de non immixtion dans la gestion²².

10. Améliorer marginalement l'OPCVM Contractuel : clarifier les questions de responsabilité du dépositaire, modification du plan comptable pour des Contractuels immobiliers, création d'un marché secondaire de parts de Contractuels²³...

Les service-providers

Contrairement aux gérants, les réponses des services-providers²⁴ ne sont pas singulièrement différentes en fonction de leur origine géographique mais plutôt par rapport à leur fonction. Même si 100% des service-providers français offrent des services spécifiques aux gérants alternatifs français. La plupart des autres service-providers n'ont pas d'offre spécifique au marché français de la gestion alternative bien qu'ils aient des demandes parfois spécifiques.

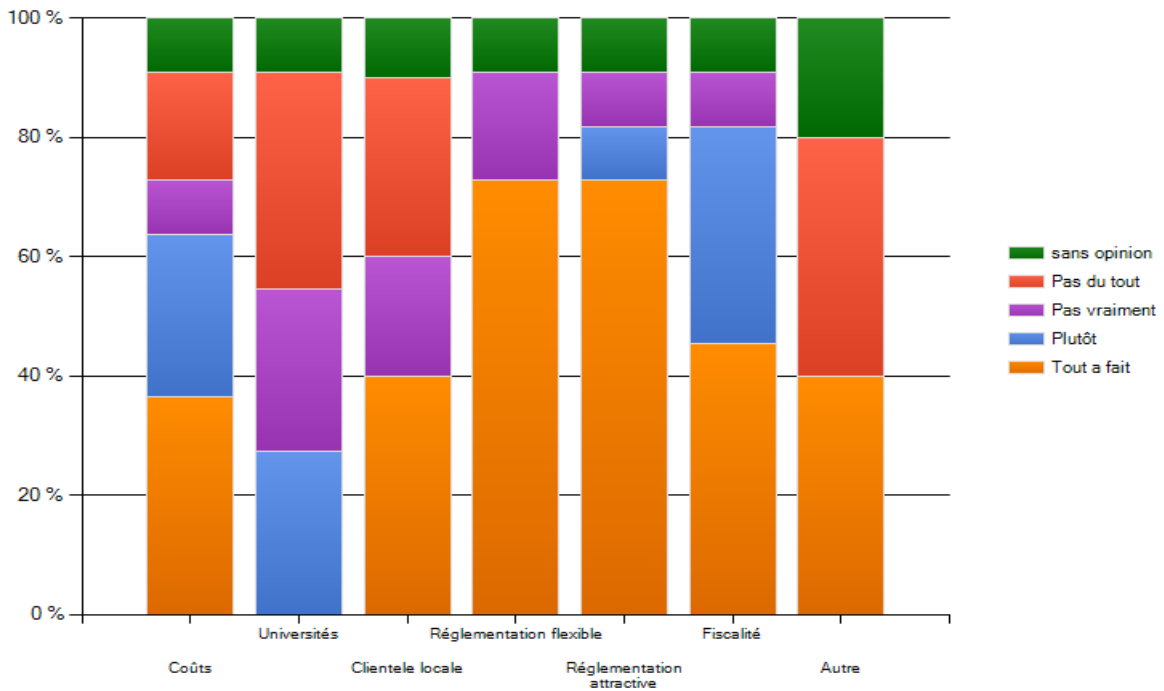
La taille du marché français, qui est jugé très modeste, explique que beaucoup de service-providers aient renoncé à avoir un *client coverage* spécifique au marché français. La moitié des *services-providers* principalement basés à l'étranger couvrent la France avec le Luxembourg, la Suisse, l'Italie, l'Espagne et plus rarement l'Allemagne. 63% n'ont pas de bureau à Paris. Deux raisons principales se détachent : la fiscalité et le coût de la vie sociale d'une part et la taille du marché - trop petit - d'autre part.

²² La gestion alternative est avant tout une conviction sur un gérant. La mise en place de structures permettant de contrôler que les décisions se font sur la base d'intérêts alignés à ceux des investisseurs est un point fondamental.

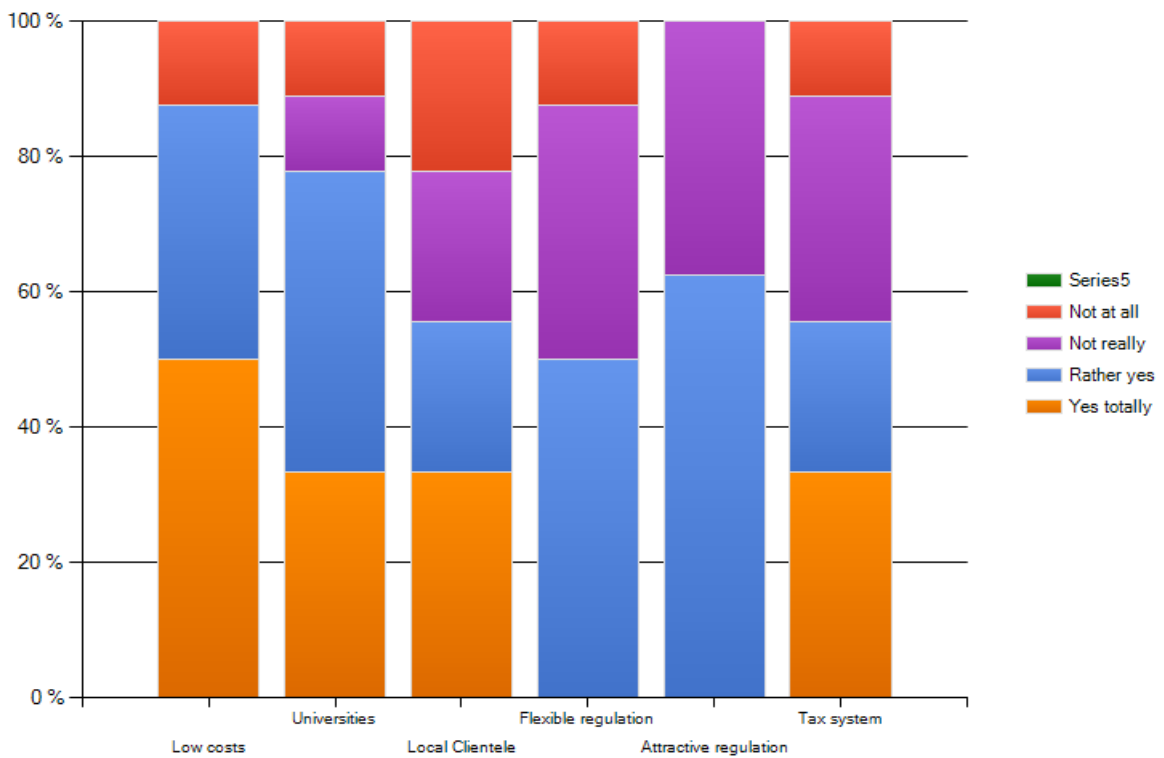
²³ Le transfert de parts à un prix librement négocié est toujours possible, mais l'organisation d'échanges est aujourd'hui a priori interdit en France (source AMF). Seule la cotation de l'OPCVM (onéreux et compliqué) est une solution. Néanmoins, la facilitation d'échanger les parts d'OPCVM Contractuels serait de nature à faciliter l'acceptation de ces fonds par les institutionnels.

²⁴ Sont inclus dans les services providers : dépositaires, trustee, administrators, avocats, directors, IT...

Quels sont les déterminants qui vous poussent à choisir une domiciliation pour vos offres de service ?



What are the main criteria to choose the location to provide your services?



Les service-providers interrogés accompagnent souvent les gérants dans leurs projets depuis la phase de setup de la société et des fonds et pendant toute la vie de cette société.

Ils sont donc des prescripteurs importants pour la gestion alternative française. Souvent les gérants qui souhaitent s'installer à leur compte commencent par chercher de l'information auprès des contreparties avec lesquelles ils ont l'habitude de travailler. **De nombreux *Prime Brokers*²⁵ ou *Administrator* sont ainsi les premiers relais d'information pour les futurs créateurs d'entreprise.**

Aussi, ils sont les premiers à se rendre compte des difficultés inhérentes au business de la gestion alternative en France. Les principaux problèmes cités sont des règles et réflexes franco-français qui empêchent un intérêt des gérants internationaux, une exigence très élevée de l'AMF qui décourage les gérants étrangers qui cherchent à s'installer, des règles concernant le dépositaire qui empêchent les relations avec des *Prime Brokers*.

- ✓ rôle du dépositaire, et offre du dépositaire non adaptée à la gestion alternative directe
- ✓ Une vision Franco-française souvent peu compatible avec un déploiement international.
- ✓ Ils s'enferment dans leur logique de marché.
- ✓ The market is quite closed and has specific needs, ie French Custodian and frequently French domiciled Funds
- ✓ Investisseurs étrangers méfiant à l'égard de la France
- ✓ AMF reste trop difficile
- ✓ Collecte difficile car la clientèle devient frileuse
- ✓ Performance absolue faible
- ✓ Exigences trop élevées du régulateur
- ✓ Coûts administratifs élevés

Les services qui ne sont pas offerts aux clients français par les *service providers* étrangers concernent principalement tout ce qui concerne le *Fund Administration* : Valorisation indépendante, TA, Corporate Finance, teneur de registre. Deux principales raisons à cela : la réglementation française qui est perçue comme trop complexe (impossibilité de déléguer la valorisation, difficile de travailler avec le dépositaire...), le marché français jugé trop petit.

Par ailleurs, l'absence de *Prime Brokers* français (ou tout du moins fortement implantés en France) est également soulignée comme un important frein au développement de la gestion alternative en France : ce n'est pas tant les fonctions financières (prêt emprunt de titre, levier, *re-use*, *collateral* ou

²⁵ La grande majorité des gérants créant leur propre entreprise travaillent avec le PB qu'ils ont précédemment connu. Ceci s'explique par le fait que ce métier engage du crédit, et il est plus facile d'obtenir des facilités de la part du banquier qui vous connaît. De plus, le PB étant en contact avec un grand nombre de sociétés de gestion et ayant une activité transfrontière, il paraît évident pour le gérant que c'est la contrepartie à qui s'adresser pour avoir un maximum d'informations sur les règles, contraintes et avantages des différentes juridictions.

risk management) qui sont visées, mais plutôt les fonctions « corporate ». En effet, en plus du rôle de relais d'information pour la création de société et de fonds déjà mis en avant, l'absence de présence sur le sol français de Prime Brokers limite la possibilité d'accéder à la fonction de *cap-intro* sur le marché français. **Les relations entre les équipes de cap-intro des PB et les investisseurs permettent à certaines jeunes sociétés de trouver du seed money, principale difficulté pour les gérants français.**

- ✓ **Banque Dépositaire & Administration.**
Ces services ne sont pas offerts car le marché Français est perçue comme trop concentré dans les mains de quelques acteurs locaux. L'investissement nécessaire pour aligner une offre de service adéquate pour le marché local n'est pas en ligne avec le potentiel de revenus.
- ✓ **Fund Administration services are available globally but not in France as it is too heavily regulated**
- ✓ **Prime Broker**

Lorsqu'on demande aux services providers quels sont les principaux concurrents à la place française en matière de gestion alternative, sans surprise, les administrateurs répondent Luxembourg et Dublin, les avocats Londres.

Il est plus intéressant d'analyser les réponses en rapport avec les facteurs clés qui pourraient contribuer à faire de Paris une place de gestion et ceux qui pourraient faire de Paris une place de domiciliation. Les réponses sont de trois ordres :

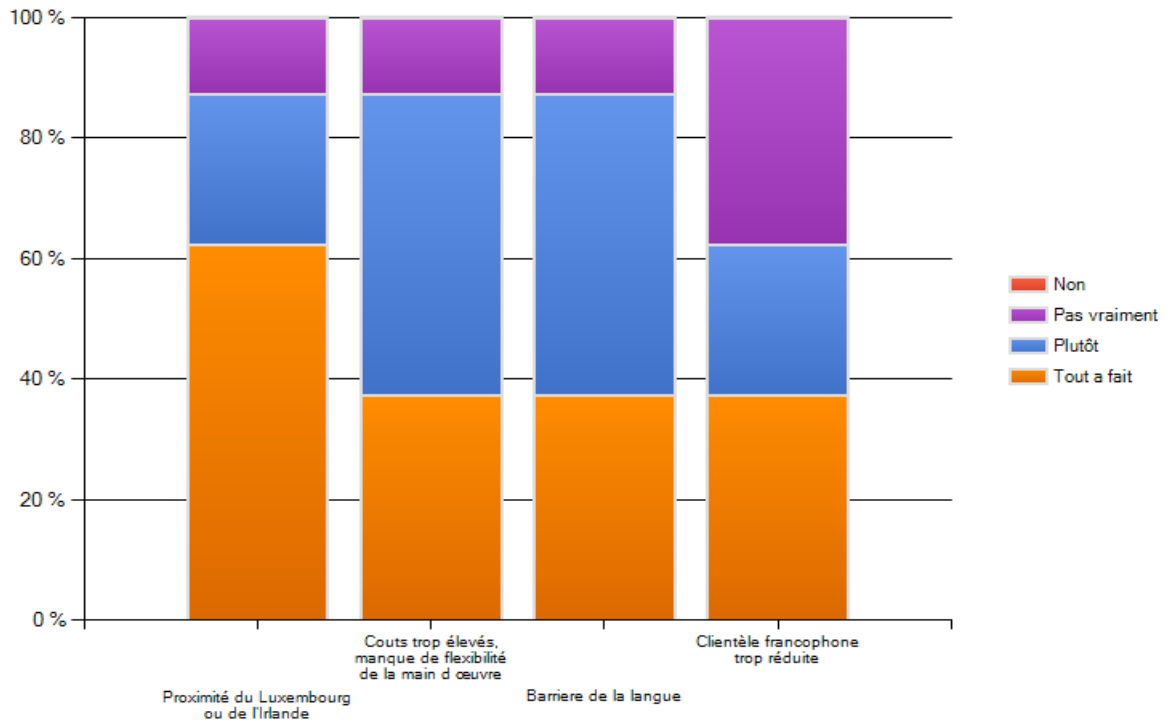
1. Fiscale et sociale : la France est toujours **perçue** comme un pays supportant une forte fiscalité, en particulier pour les individus et le droit du travail empêche un ajustement des effectifs (et des salaires) dans une activité ou les revenus des sociétés sont par nature incertains et liés plus qu'ailleurs aux conditions des marchés financiers.
2. Image et Marketing : Les prestataires de services étrangers regrettent que les discours officiels vilipendent les marchés financiers, ils ne souhaitent pas s'installer dans un pays où l'on « est un gangster avant même d'avoir commencé son activité ». Par ailleurs, pour eux aussi **les produits français sont inconnus des gérants et des investisseurs étrangers**. Les acronymes en douze lettres sont là aussi regrettés.
3. Technico-réglementaire : Les prestataires qui offrent des services à très forte valeur ajoutée pour des fonds off shore (valorisation indépendante de produits complexes, calcul journalier des margin requirement et collateral management, accès à des logiciels de suivi de portefeuille de gestion...) **ne savent pas** si ils peuvent proposer aux sociétés de gestion alternative françaises de leur *outsourcer* ces prestations (hors question de règles comptables). De la même façon, la possibilité d'offrir la mécanique du TA aux fonds français est un service que certains prestataires souhaiteraient pouvoir offrir...

Enfin, la qualité de vie en France est, pour les prestataires, citée comme un contrepond non négligeable aux problématiques fiscales et sociales. Cette qualité de vie (y compris les dispositifs sociaux) devrait être mise en avant, notamment pour retenir certains potentiels qui s'expatrient uniquement pour des questions de salaire.

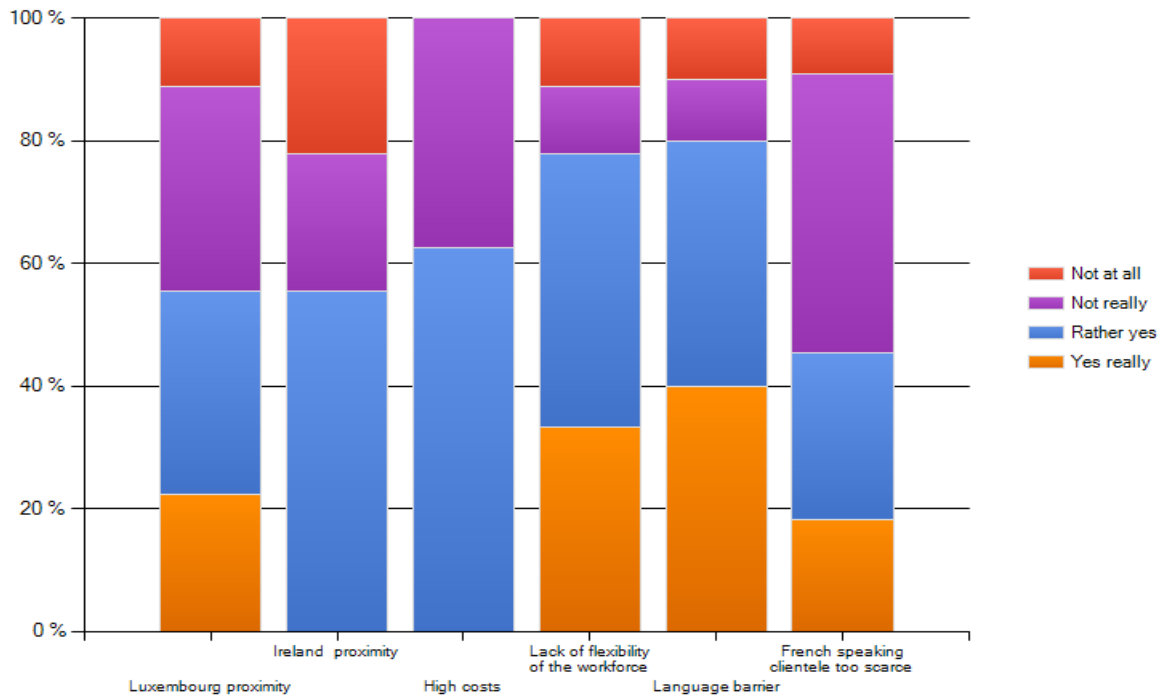
- ✓ **Un régime officiel qui encourage l'établissement des boutiques de gestion,**
- ✓ **fiscalité intéressante, non obligation de société de gestion physique locale, allègement de la fonction dépositaire**
- ✓ **Une vision plus internationale.**
- ✓ **Faire connaître les talents spécifiques de gestion, la sécurité du cadre français et promouvoir le cadre AMF: comment enregistrer un fonds? pourquoi? étude de coûts, accès...**
- ✓ **A better branding of the French regulatory framework. In the UK, most players are not even aware that French alternative funds are an options. What does this framework offer? Key benefits? marketing restrictions?**
- ✓ **I think tax is a very significant factor and French taxes are high. But also quality of life.**
- ✓ **Support from Government for Alternative Assets in France.**
- ✓ **Amend regulations that providers outside France can service the their French clients**
- ✓ **easier regulation, more communication / advertising about french products**

Les service-providers ont une image sans concession du marché français de la gestion alternative : celle d'un marché franco-français aux contraintes importantes et aux différents coûts élevés. Ces contraintes ne sont pas incitatives pour développer un business ou tout du moins une offre à destination de la France. Les service-providers anglo-saxons développeront plus leur activité en France si le marché se développe. Pour favoriser ce développement, ils mettent en avant comme les gérants le besoin de faire connaître ce marché et ces produits aux gérants mais aussi aux investisseurs. Des réformes fiscales et une réelle « envie politique » seraient également de profonds catalyseurs.

Quels sont les facteurs contre le développement de l'activité des prestataires de service à Paris :



What are the main challenges that a service provider faces when developing its activities in France?



Pourtant, de nombreux service-providers off shore aimeraient pouvoir offrir des services à forte valeur ajoutée aux sociétés de gestion françaises. **Leur principal problème, à côté du problème économique, est le manque de clarté de ce qu'ils ont le droit de proposer en outsourcing de ce qu'ils ne peuvent pas.** Dans l'immédiat, ces incertitudes font que les coûts d'entrée sur le marché apparaissent comme trop élevés pour les anglo-saxons : « Il s'agit d'une question de raison positive, de rendement pour l'entreprise: "valoir la peine"²⁶ ».

Pistes de réflexions :

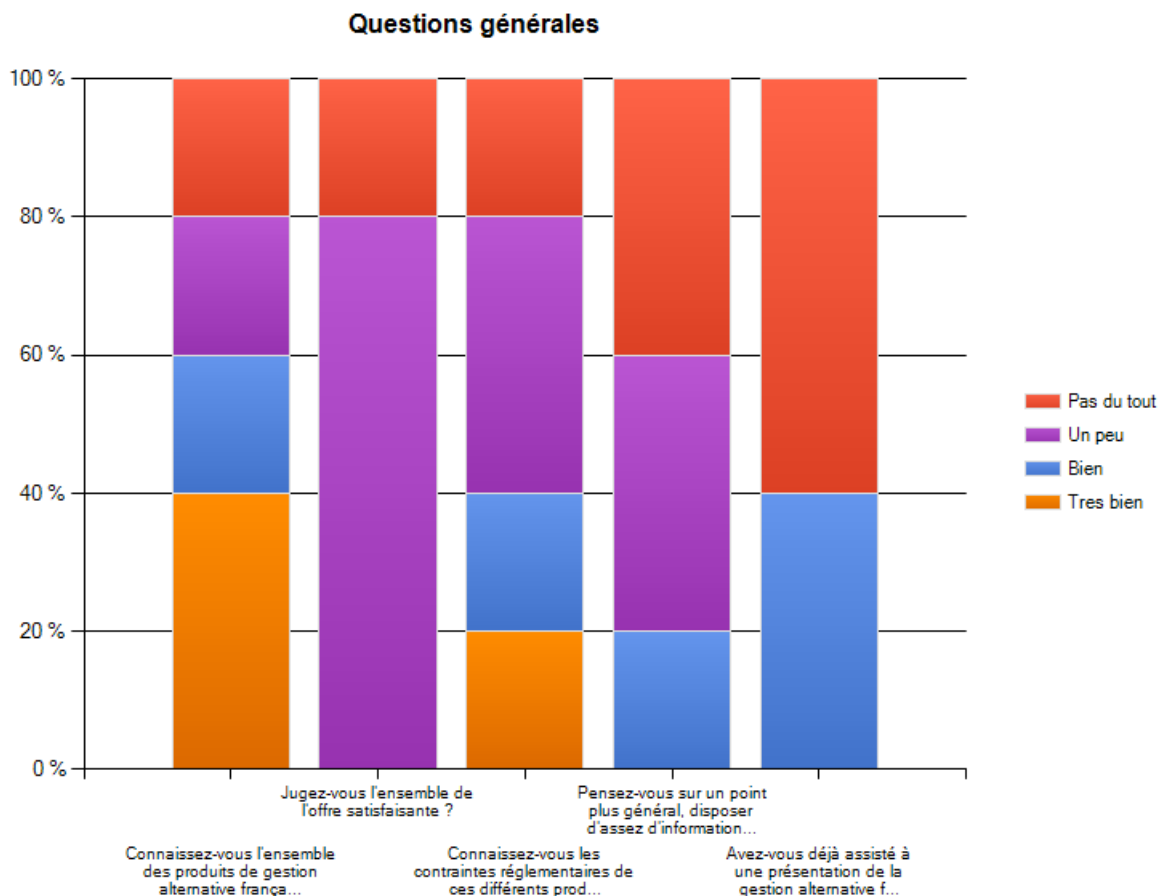
- 1. Faire connaître par les service-providers les produits français et la réglementation française. Les service-providers sont des prescripteurs puisqu'ils sont les premiers que les gérants interrogent lorsqu'ils ont à choisir un lieu de domiciliation pour une société ou un fonds. Dans l'immédiat, par manque de connaissance de sa réglementation, la France est sous le radar de certains service-providers anglo-saxons.**
- 2. Offrir une gamme homogène en termes de branding (plus de OPC I RFA EL, ARIA de fonds alternatifs... Changer le terme OPCVM Contractuel qui, traduit en anglais équivaut à un simple FCP)**
- 3. Eclaircir les possibilités de déléguer à des entités étrangères certaines fonctions si celles-ci ont les moyens de les traiter. En particulier les fonctions telles que la valorisation (avec une réflexion sur l'obligation pour la société de gestion française de contrôler une entité étrangère), la fonction de transfer agent.**
- 4. Communiquer plus sur le marché français de la gestion au sens large. Il est perçu comme plus petit qu'il ne l'est réellement. Certains service-providers pourraient s'intéresser plus à la France s'ils en avaient une correcte perception.**
- 5. Dans la communication, mettre en balance les « problèmes » fiscaux et les avantages de la « vie française »**

²⁶ Les prestataires de service (PB, Administrators) facturent principalement leurs frais en % des actifs (déposés, valorisés...). Ils ont donc un intérêt au développement du fonds pris en charge. Mais ils appliquent un « minimum activity charge » qui confirme qu'ils n'ont pas d'intérêt à accueillir des fonds inférieurs à 100 - 150Mios USD. Or les créations en France se font difficilement à plus de 50Mios € (environ 60Mios \$).

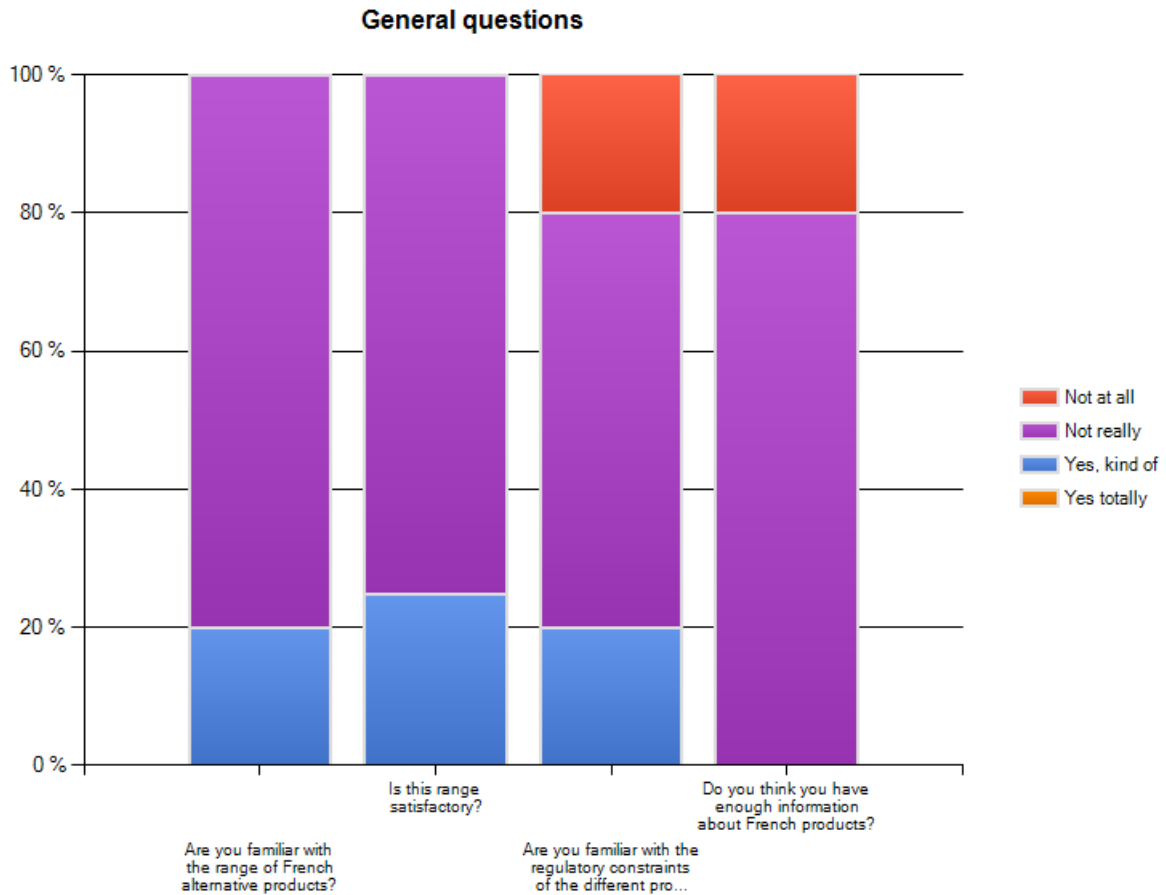
Les investisseurs

L'analyse des statistiques concernant les investisseurs fait clairement ressortir une différence entre les investisseurs institutionnels et les investisseurs privés (family office principalement, et CGPI français).

Les investisseurs institutionnels français et francophones estiment bien ou à peu près bien connaître (80%) la gestion alternative française même si 40% seulement disent bien connaître les contraintes liées à ces produits. 80% jugent la gamme de produits français complète et 60% estiment avoir assez d'informations sur les contraintes réglementaires des produits français. Ce dernier chiffre est à nuancer chez les investisseurs francophones hors France, mais l'échantillon est relativement faible.

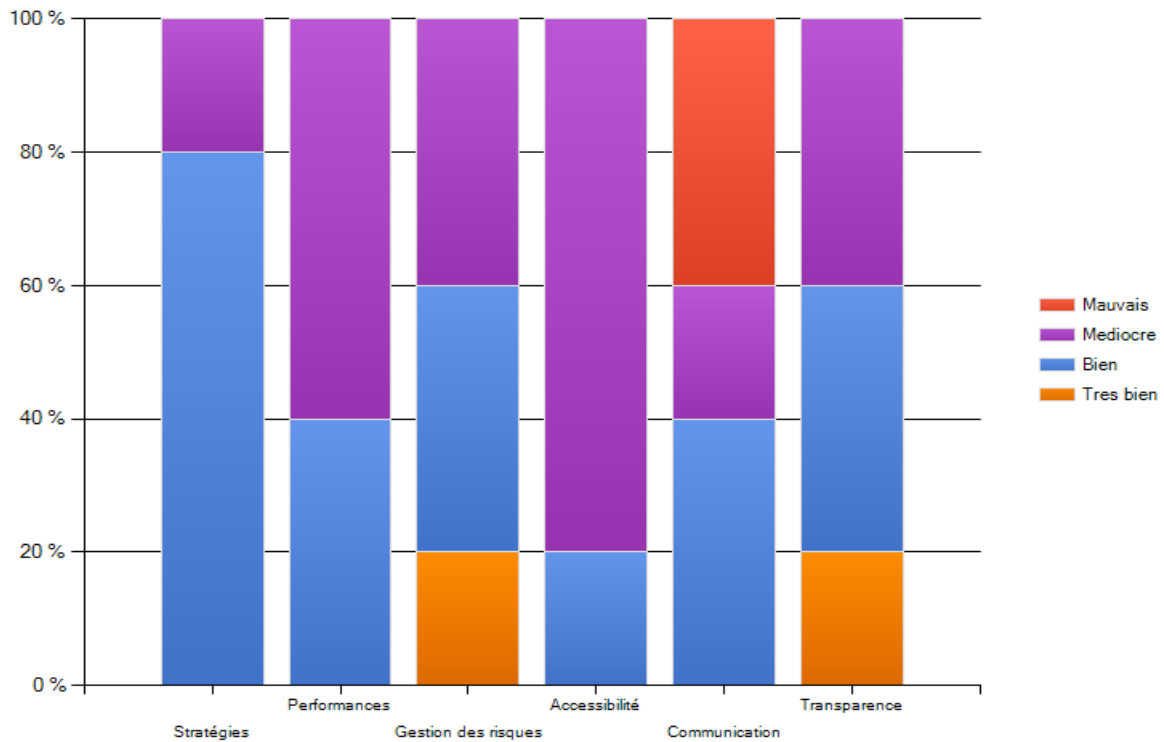


Pour les investisseurs étrangers, il apparaît que le manque d'information est particulièrement important (100%). Il paraît donc normal que les autres réponses fassent ressortir une profonde méconnaissance des produits français.

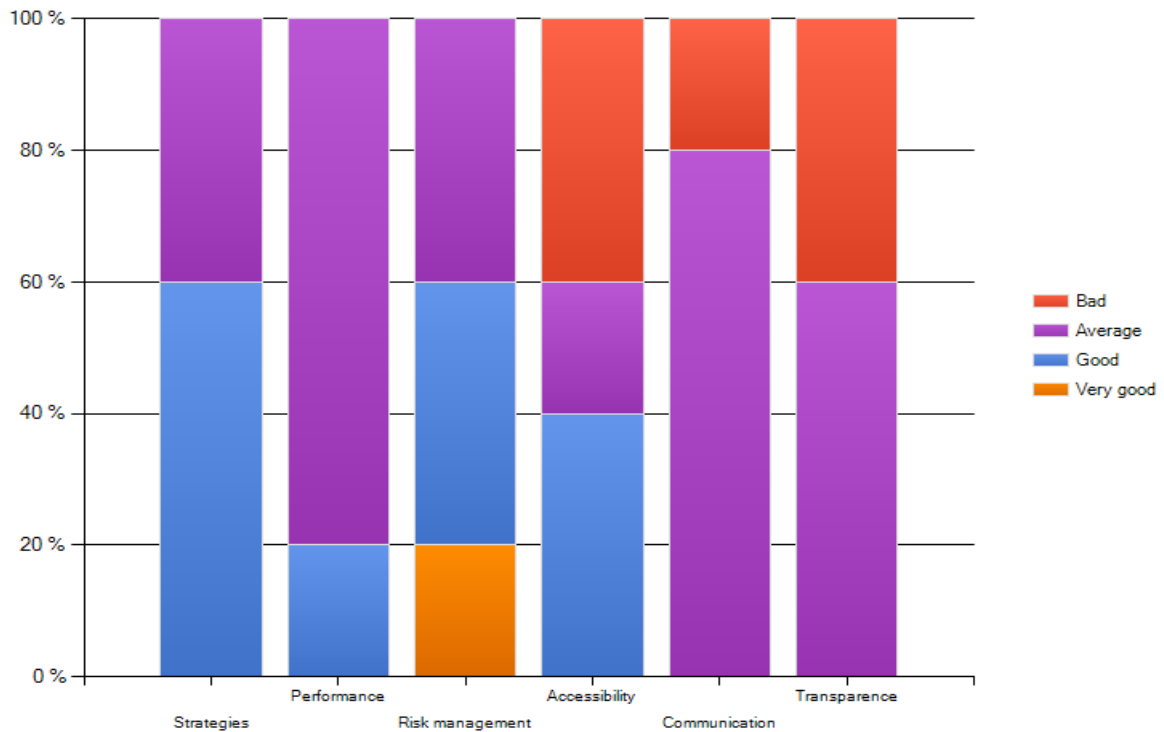


Si les stratégies, le contrôle des risques et l’accessibilité des gérants sont jugés plutôt bons par les investisseurs institutionnels français, les performances sont, elles, considérées comme moyennes et l’appréciation se dégrade pour ce qui concerne la communication (60% la jugent médiocre à mauvaise), la transparence (40% la jugent médiocre à mauvaise) et surtout l’accessibilité. Les résultats sont similaires pour les investisseurs étrangers.

Comment jugez-vous la qualité des gérants français?



What is your assessment of the quality of French asset managers?

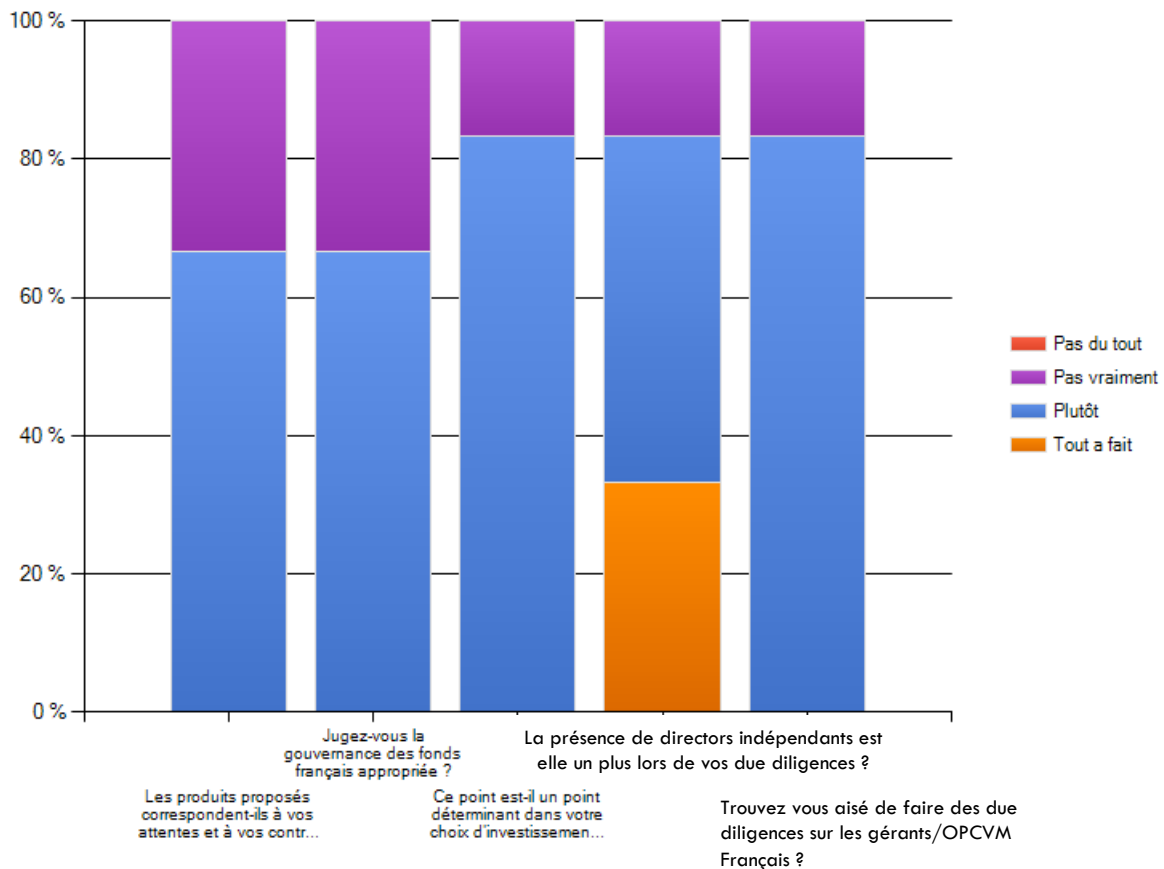


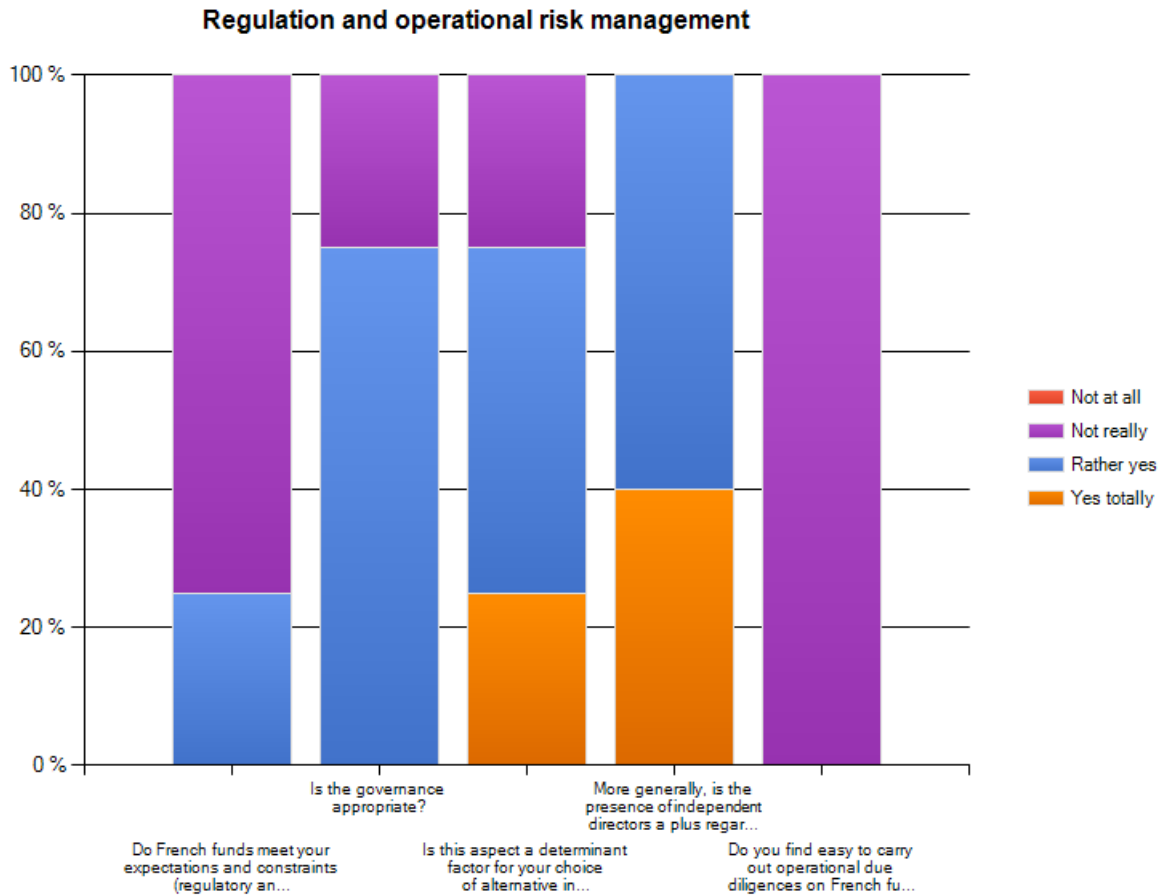
Les produits proposés répondent plutôt aux attentes des investisseurs institutionnels, bien que certains problèmes soient soulignés.

- ✓ **partiellement manquent certaines stratégies**
- ✓ **trop de fonds de fonds; problème de stabilité des passifs**
- ✓ **Because of the insufficiency of information.**

En termes de réglementation et de contrôle des risques opérationnels, les produits français sont jugés plutôt satisfaisants par les investisseurs institutionnels français. En revanche, 33% estiment que la gouvernance n'est pas assez présente alors que 83% des investisseurs estiment que ce point est important dans les choix d'investissement. Plus surprenant, 83% des investisseurs français estiment que la présence de directeurs indépendants est un plus lors de leurs due diligences opérationnelles. Enfin, les investisseurs français estiment à 80% qu'il est facile de faire des due diligences sur les gérants français et leurs fonds. Les investisseurs étrangers, eux sont 100% à trouver difficile la réalisation de due diligences opérationnelles sur les gérants et les OPCVM français.

Réglementation et gestion des risques opérationnels

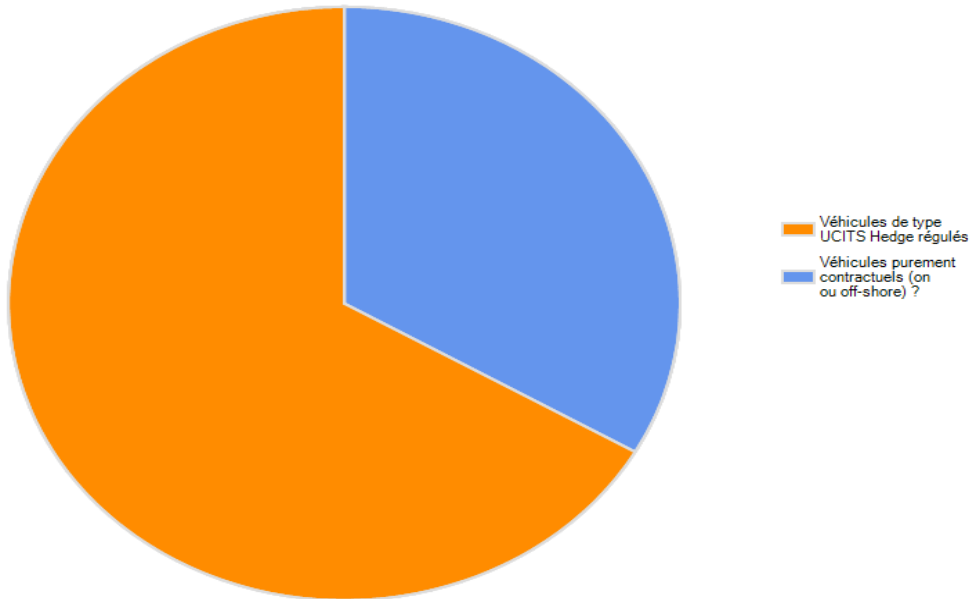




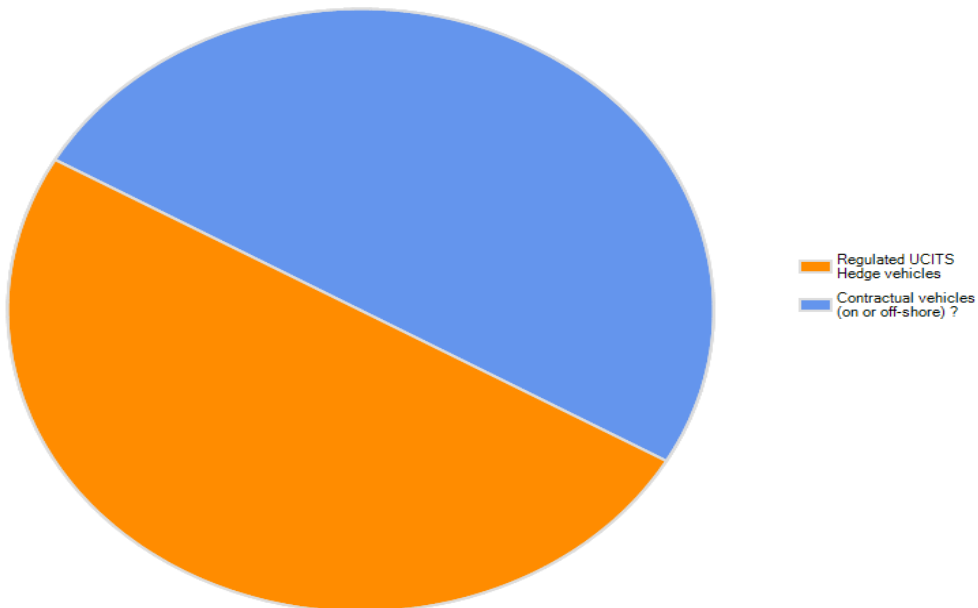
Pour les investisseurs institutionnels, le cadre français de la gestion alternative et le rôle de l'AMF, notamment en termes d'agrément des sociétés de gestion et de certains produits, constituent clairement un point très positif de la gestion alternative française. Si les institutionnels français semblent préférer les fonds dont les règles sont établies par le régulateur, 60% estiment que les fonds purement contractuels sont également une réponse à leurs contraintes (les investisseurs institutionnels étrangers apprécient autant les deux types de structures). Enfin, les investisseurs institutionnels français estiment que leurs contraintes internes ne sont pas incompatibles avec les produits de gestion alternative français.

Enfin, les investisseurs préfèrent sans surprise les produits UCITS aux produits non coordonnés, mais dans une proportion moins élevée que l'on pourrait l'imaginer (66% vs 33%). Pour les investisseurs étrangers, c'est 50 / 50.

Avez-vous une appétence plus marquée pour les véhicules de type UCITS Hedge régulés que pour les véhicules purement contractuels (on ou off-shore) ? Si oui, quelles en sont les raisons ?



Which type of vehicle do you prefer?



- ✓ UCITS Hedge : plus rassurant
- ✓ Véhicules contractuels : taylor made

La connaissance des produits français par les investisseurs privés est moindre, 50% des investisseurs français estiment très bien les connaître mais 25% pas du tout. Chez les privés hors Europe, c'est 100% qui répondent « pas vraiment ». La connaissance des règles de ces produits est par conséquent bien moins bonne que chez les clients institutionnels, notamment pour les entités hors Europe (100% ne connaissent pas vraiment les règles). 75% estiment ne pas avoir assez d'informations sur ces produits même si 50% des privés français ont déjà assisté à une présentation de l'industrie française (contre 0% des privés hors Europe). Par ailleurs, et c'est peut-être lié à cette méconnaissance de l'industrie, ils estiment que la gamme de produits proposée n'est pas satisfaisante.

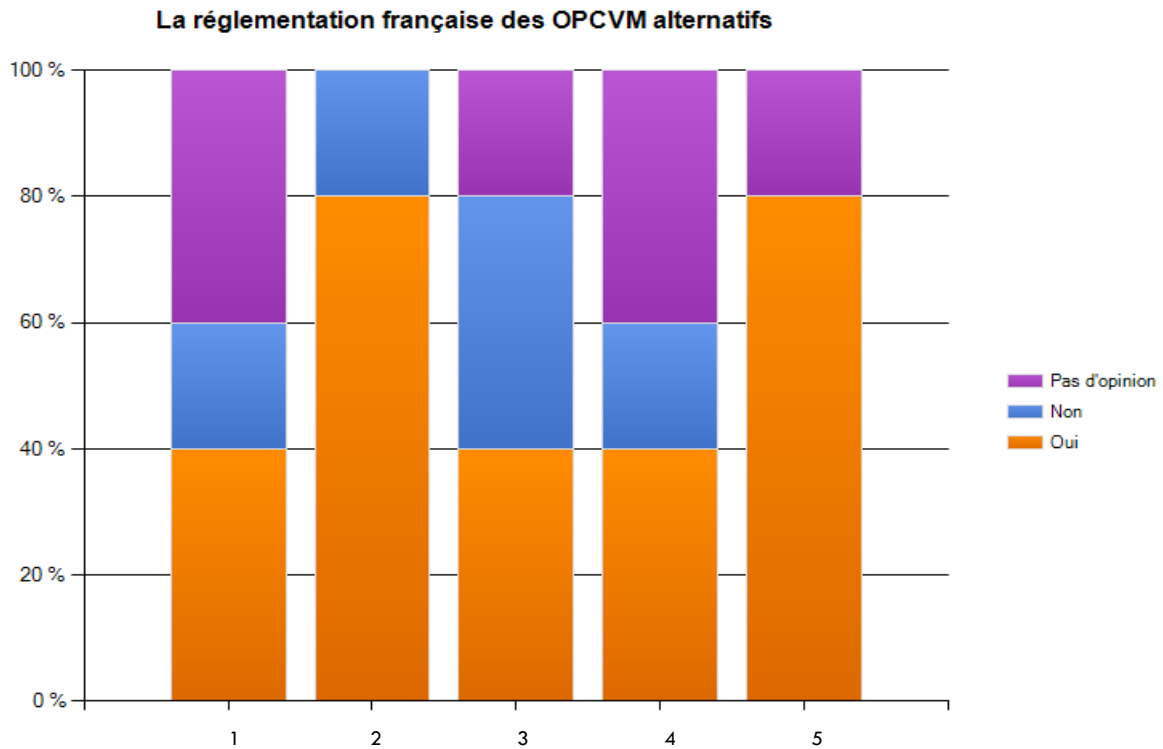
Si la palette des stratégies offertes et – dans une moindre mesure – le risk management sont toujours ressentis comme étant les points forts de l'industrie française, les performances sont jugées bonnes par 50% de l'échantillon français et seulement 33% hors de France. Si les privés français estiment que la transparence, l'accessibilité et l'information disponible sont plutôt bonnes, il faut noter que les privés étrangers estiment à 100% que les gérants français manquent de transparence et d'accès à l'information, rejoignant en cela les investisseurs institutionnels.

Comme on pouvait s'y attendre, les produits français ne posent pas de problème en termes de contraintes réglementaires à cette catégorie d'investisseurs puisqu'ils n'en ont a priori pas. En revanche, le manque de diversité de l'offre est encore souligné.

- ✓ **offre insuffisante**
- ✓ **Les gérants alternatifs français se contentent de mettre en œuvre des stratégies essentiellement L/S ou CTA, avec un objectif de performance absolu benchmarké à l'eonia. Parfois on peut se demander l'intérêt et le valeur ajouté de mettre en œuvre des stratégies complexes qui nécessitent beaucoup de moyens humains et techniques pour des performance monétaire améliorées. Il manque en France de vrais produits innovants : fonds sur des actifs tels que les forêts ou les terres cultivables, droits de propriété industrielle et brevets, droits à l'image dans le sport... Des choses qu'on trouve off shore et qui sont beaucoup plus décorées que les stratégies françaises.**

Concernant la gouvernance et la présence de directors indépendants, les réponses restent dans la lignée de celles des investisseurs institutionnels, ce sont deux sujets importants pour un choix d'investissement et la gouvernance française ne semble pas être réellement une force de l'industrie. Enfin, sans surprise, faire des due diligences opérationnelles sur des gérants français est plus facile pour des privés français qu'hors de France.

Si la réglementation française semble un peu moins « protectrice » aux investisseurs privés français, le rôle sécuritaire de l’agrément AMF est souligné. Chez les privés hors d’Europe c’est moins le cas, a priori, cela semble cohérent avec la moins bonne connaissance de la réglementation.



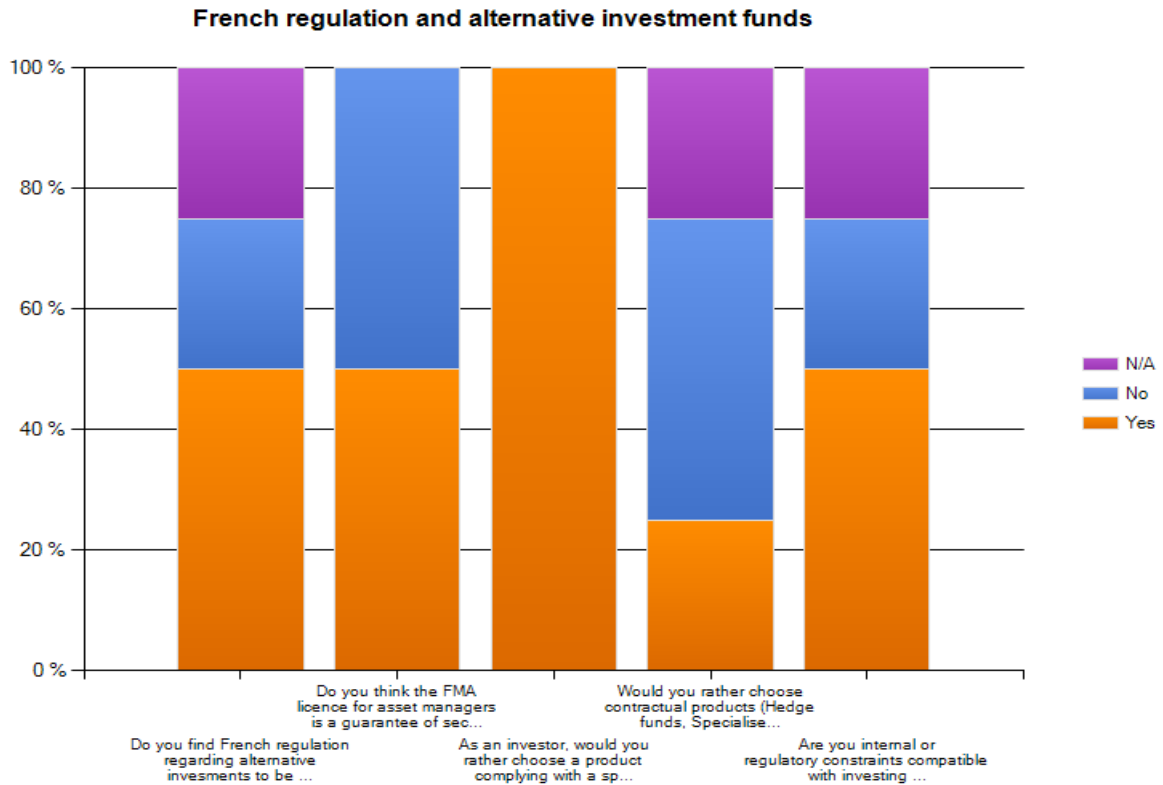
1 : La réglementation française des OPCVM alternatifs vous semble-t-elle protectrice ?

2 : Pensez-vous que l’agrément de l’AMF des sociétés de gestion est un gage de sécurité, notamment opérationnelle ?

3 : En tant qu’investisseur, préférez-vous des produits qui répondent à des réglementations précises, créées par des régulateurs (type UCITS ou ARIA en France)

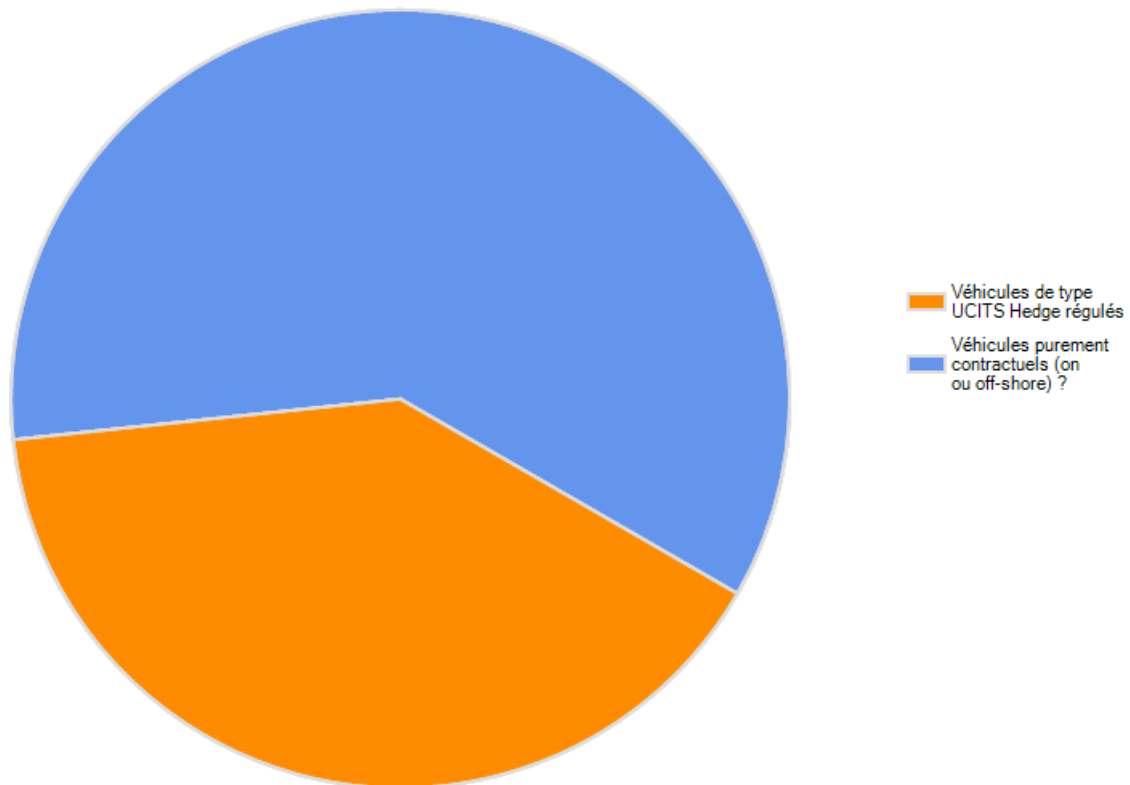
4 : Préférez-vous des produits totalement contractuels (Hedge funds, Specialised Investment Funds, Qualified Investor Funds, Fonds Contractuels) ?

5 : Vos contraintes internes ou réglementaires sont-elles compatibles avec l’investissement dans des fonds français ?



Enfin, et étrangement par rapport à ce qui aurait pu être anticipé, si les investisseurs privés français ont une légère préférence pour les fonds contractuels - incluant SIF et QIF -, à 60% vs 40%. Il faut noter pour expliquer cette préférence que nombreux family office ou CGPI nous ont déclaré « commercialiser » à leurs clients HNWI des fonds Caymans ou Suisses.

Avez-vous une appétence plus marquée pour les véhicules de type UCITS Hedge régulés que pour les véhicules purement contractuels (on ou off-shore) ? Si oui, quelles en sont les raisons ?



Concernant la taille des fonds français, les investisseurs privés français semblent chercher des fonds avec des AUM plus importants que les privés étrangers, ce qui semble difficile à analyser.

Les investisseurs institutionnels reprochent essentiellement aux gérants le manque de transparence et le manque d'accès à l'information. Un grief partagé également par les investisseurs privés qui, eux, s'ils n'ont pas de soucis de contraintes « réglementaires », en ont en terme d'accès à l'information afin de faire leurs propres due diligences. Les institutionnels autant que les privés semblent adhérer au concept de fonds contractuel même si le sentiment de sécurité et l'existence de ligne de conduites précises renforcent l'intérêt des fonds UCITS. Concernant les performances et les stratégies, il peut paraître surprenant que la France soit moyennement bien considérée. En creusant par des interviews téléphoniques ce sujet, on peut tenter une explication : pour les clients privés, la gestion alternative doit être source de ratio rendement/risque plus élevée que la gestion traditionnelle, et également sur des classes d'actifs plus décorées. La gestion alternative française est souvent perçue comme « l'extension » des fonds monétaires dynamiques. Des family offices nous ont fait comprendre qu'ils ne souhaitaient pas investir dans des stratégies très complexes, avec des frais élevés pour obtenir eonia + XXbps, avec un drawdown potentiellement important (voir fonds monétaires dynamiques). Pour les institutionnels,

certaines nous ont expliqué qu'avec l'approche solvency II, leur budget de risque sera limité et qu'ils chercheront eux aussi des produits à fort rendement espéré sur la petite partie de capital qui sera dédiée à ce type de gestion. Enfin, il faut noter que si l'agrément AMF semble clairement constituer un plus en termes de protection, la réglementation en elle-même est méconnue, en cohérence avec le faible nombre d'investisseurs (notamment à l'étranger) qui disent disposer d'assez d'information sur ces produits²⁷.

La crise financière a conduit les investisseurs à mettre l'accent, dans leurs décisions d'investissement, à la sécurité de leurs avoirs (restitution), la régulation des services providers, l'existence de directors, l'indépendance du rôle des services providers et la corporate gouvernance.

Pistes de réflexions :

1. **Accroître l'effort de communication sur la gestion alternative auprès des investisseurs, notamment à l'étranger. Prendre exemple sur l'ALFI qui organise des road shows partout dans le monde à destination des investisseurs pour vendre le fonds UCITS Luxembourgeois.**
2. **Travailler avec des investisseurs sur une charte commune en matière d'information, de transparence et de communication.**
3. **Réfléchir à la question de la gouvernance (les investisseurs peuvent ils être représentés dans les OPCVM ?) et des directors indépendants.**
4. **Mettre plus en avant le rôle de l'AMF : l'agrément permet un fort degré de sécurité opérationnel. Si le politique continue de mettre à l'index les fonds off-shore, qu'il mette en contrepartie en avant le système français. A l'image de la MIF pour les documents commerciaux, la communication de l'AMF et des pouvoirs publics devrait contrebalancer les points négatifs par des points positifs...**
5. **Puisque les OPCVM contractuels semblent avoir un minimum d'échos favorables, les placer en réels concurrents des SIF, notamment auprès des Family Office.**
6. **Avoir un guichet unique d'information à destination des institutionnels et une base de donnée de la gestion alternative française.**
7. **Permettre un accès plus facile aux fonds de petite taille grâce à l'encouragement des fonds de fonds dédiés au seed capital.**

²⁷ Il faut ajouter que la faible taille des fonds français les exclut du champ de certains gros investisseurs qui refusent un taux d'emprise (hors seeding), supérieur à 10 voire 15%. Ainsi, un ticket de 10 Mios\$ ne s'orientera que vers un fonds supérieur à 70 à 100 Mios\$, taille déjà importante pour la gestion française.

Les régulateurs, associations et autres répondants

Les réponses indiquent que les répondants ont une bonne connaissance des produits et de la réglementation française. Ils mettent en avant le cadre sécurisé de la gestion alternative française. Le principal problème, selon les répondants, concerne le manque de souplesse des régulateurs investisseurs.

- ✓ **L'Aria EL permet par définition l'effet de levier et le contractuel n'impose aucune contrainte puisque tout est décidé via un contrat, donc c'est le vrai hedge fund à la française.**
- ✓ **assez bonne pour AMF, mais CB et ACAM en retrait**
- ✓ **Positive, mais c'est la réglementation investisseur qui est resté inadaptée.**
- ✓ **Côté AMF, plutôt friendly, jusqu'aux récentes pressions politiques - côté investisseurs, désintérêt ou rejet**

Si l'OPCVM contractuel est plutôt bien considéré, le véhicule UCITS Hedge est vecteur d'interrogations, notamment sur la problématique de liquidité et le faux sentiment de protection que ce label peut induire.

- ✓ **va casser le label UCITS**
- ✓ **Nécessaire aujourd'hui pour convaincre beaucoup d'investisseurs institutionnels de revenir sur la gestion alternative, alors qu'ils ne veulent plus entendre parler de fonds offshore.**
- ✓ **Logique mais pas dénuée de risque (liquidité, due diligence appauvrie)**
- ✓ **Il faut veiller surtout à l'adaptation de la liquidité du produit à sa stratégie.**

Enfin, pour ces répondants aussi, la gestion alternative française reste méconnue et pas réellement conforme à certains standards internationaux, ce qui pourrait gêner son export.

- ✓ **trop méconnus**
- ✓ **Non exportables. Si les investisseurs français ne veulent pas d'alternatif, il faut aller à l'international et pour cela suivre le standard (board et valo indépendante, etc.)**

Pistes de réflexions :

1. **Mettre l'accent sur des actions de conviction auprès des tutelles des investisseurs.**
2. **Lancer un débat sur les UCITS Hedge : que peut-on accepter sous ce format en veillant à garantir la compétitivité de la France, la sécurité des investisseurs, la pérennité du label.**
3. **Réfléchir aux améliorations qui pourraient rapprocher les OPCVM français de gestion alternative des standards internationaux (Board, Valo...)**
4. **Améliorer l'accueil des fonds de droit français par les régulateurs internationaux (présentation des particularités et des sécurités), et les associations professionnelles d'investisseurs.**

La vision globale de la France

Sans surprise, si les infrastructures françaises et le marché du travail sont généralement bien appréciés des français comme des étrangers, la France est considérée comme un pays où la fiscalité est lourde, peu compréhensible et peu encourageante pour créer et développer un business. Le droit du travail empêche une rapide adaptation de la masse salariale aux circonstances de marché. Enfin, si les dispositifs sociaux sont jugés complexes et coûteux, leur contrepartie est bien visible (soins, chômage, ...).

Notons que lorsqu'on entre dans la considération fiscale, les anglo-saxons estiment ne pas connaître les pratiques françaises.

Pistes de réflexions :

1. **Communiquer sur les points forts structurels de la France lorsqu'on présente la gestion : bonnes infrastructures, personnels qualifiés et rémunérés raisonnablement, dispositifs sociaux qui améliorent la qualité de vie...**
2. **Lancer un débat la fiscalité appliquée à la gestion. Exemple : non imposition à l'ISF pour les gérants investissant dans leur fonds (outil de travail).**
3. **Communiquer sur la fiscalité des OPCVM français. En effet, tous les étrangers pensent que les OPCVM français sont beaucoup plus taxés que les OPCVM luxembourgeois par exemple (imposition sur le plus-values non réalisées...)**

L'industrie de la gestion : la perception confrontée à la réalité

L'idée de cette partie du questionnaire est de confronter les répondants à des faits et des chiffres qui concernent le marché français de la gestion (AUM, nombre de sociétés, ...), le marché français de la gestion alternative et l'accès à l'information.

Après une première partie de questionnaire qui visait à détecter les déterminants du choix d'implantations, d'investissements, le but ici est de voir l'écart entre ce que les répondants pensent savoir du marché et sa réalité.

Trois constats sont très révélateurs :

1. La justesse de la perception décroît fortement avec l'éloignement du marché
2. Les répondants en dehors de France – et encore plus en dehors d'Europe – sont moins sévères vis-à-vis de la France que les français
3. Il y a clairement un manque d'information disponible, notamment pour les non francophones pour qui la France est généralement synonyme de taxes, de dédain politique pour la gestion alternative, de régulation importante (ce qui est parfois un bien parfois un mal) et de bonne technicité mais employée pour des gestions monétaire et long-only

Les répondants français estiment avoir une vision du marché cohérente avec la réalité (83%), en revanche, ils pensent à 65 % que le marché n'est pas perçu à sa juste mesure.

Comparé à d'autres places de gestion alternative – Londres pour les gérants, Luxembourg et Irlande pour les fonds – le marché français est perçu par les français comme technique, réglementé, innovant et dynamique mais trop centré sur lui-même, peu orienté vers les besoins des investisseurs et souffrant d'un manque de faire savoir.

- ✓ **très bonne image de technicien, mais des efforts à faire en terme faire savoir**
- ✓ **un des plus dynamique et développé**
- ✓ **C'est le marché (avec le Luxembourg) qui offre la plus grande diversité de produits règlementaires permettant ainsi de gérer "efficacement" dans un cadre sécurisé**
- ✓ **innovant mais pas assez demand oriented**
- ✓ **Marché très 'domestique' dominé par des investisseurs institutionnels et privés contraints et/ou peu expérimentés et surtout dénués de tout appétit au risque**
- ✓ **très centré sur lui-même**
- ✓ **Il manque cruellement de reconnaissance à l'échelle européenne. Il semble que le marché français joue à Astérix : il est content de son petit pré carré et ne cherche pas à faire d'efforts pour se vendre cross border. A Londres, je n'ai jamais vu une seule présentation de la gestion alternative aux investisseurs par le régulateur ou des délégations comme celle de l'ALFI (Luxembourg)**

Plus particulièrement sur la gestion alternative, 100% des répondants estiment bien connaître le cadre français. Probablement grâce à des présentations auxquelles 70% des répondants disent avoir participé. Les pourcentages varient peu si l'on classe ces répondants en fonction de leur activité (prestataires, investisseurs, SGP). La seule différence semble être que les investisseurs ont plus participé à des présentations *one-to-one* par des sociétés de gestion alors que les sociétés de gestion ont plutôt assisté à des conférences (AGEFI très largement cité).

La plupart des gérants ont eu recours à l'AMF, l'AFG ou d'autres prestataires de services de conseils pour des **projets**²⁸ liés à la gestion alternative. La perception de l'AMF peut se résumer en une phrase : « sérieux, technique, peu vendeur ».

Les français estiment disposer d'information de façon assez aisée (75%) et encore plus des textes officiels (90%) en revanche, ces textes ne font pas l'unanimité en termes de clarté (59% estiment qu'ils ne sont pas clairs).

Au final, lorsqu'on demande aux français leur feedback sur la création de leur société de gestion en France, il ressort deux constats :

1. Difficultés administratives
2. Difficultés de lever des encours

- ✓ **Difficile de vendre de la gestion alternative à des investisseurs français pendant la crise, difficile de vendre des produits français à l'étrange**
- ✓ **lourdeur de l'administration**
- ✓ **difficile d'être entrepreneur en général dans ce pays que cela soit à cause du droit du travail ou de la fiscalité**
- ✓ **Nous existons en France depuis 2001 et faisons la gestion alternative. Si nous étions à Londres, nos clients et nos prestataires nous disent que nous serions de 3 à 5 fois plus gros... C'est sans appel!**
- ✓ **difficulté à faire croire les actifs, aucun intérêt de la part de la place au sens large**

Les répondants européens francophones hors France sont 74% à estimer que leur vision du marché de la gestion est conforme à la réalité (-10pts par rapport aux français) et 65% estiment que le marché français n'est pas perçu de façon conforme à la réalité.

²⁸ Il paraît évident qu'une société de gestion française ait eu des contacts avec l'AMF puisqu'elle est agréée par elle. La question posée – qui pouvait être ambiguë – concernait une question pour un « futur » projet lié à la gestion alternative posée par une société de gestion déjà installée.

- ✓ **Le marché n'est pas bien structure, organise, transparent et visible ? Les perspectives sont plutôt localisées ? européennes ?**
- ✓ **Plus petit**

Le marché français est vu comme un marché technique, mais trop tourné vers l'intérieur et donc assez peu connu en dehors des frontières.

- ✓ **Marché inconnu des clients privés Suisses**
- ✓ **Bon pour la gestion traditionnelle française, pas d'infrastructures pour la gestion alternative, ignoré de la gestion internationale qui est à Luxembourg**
- ✓ **Traditionnel, alors que le UK est historiquement le centre de la gestion alternative directe, la Suisse indirecte, le Luxembourg et l'Irlande font des efforts de marketing pour attirer les HFs**
- ✓ **Bon potentiel concurrentiel, talents locaux, bonne gestion des risques. Capacité inconnue en dehors de la France. Absence de fort leadership**

Sur l'industrie de la gestion alternative, le pourcentage de répondants qui estiment bien la connaître tombe à 59%. 76% des répondants estiment ne pas avoir assez d'informations et 65% n'ont jamais assisté à une présentation de ce cadre. Le jugement sur ce cadre est assez partagé :

- ✓ **Comme les voitures françaises, bien connues, mais pas bien comprises, bien respectées, mais pas populaires**
- ✓ **Bon cadre produit.**
- ✓ **compliqué, hermetique**

70% des répondants n'ont jamais interrogé l'AMF, l'AFG ou des conseils pour des projets de gestion alternative en France. Ils jugent qu'il est difficile de trouver une information comparative avec les autres places (62.5%) et si les textes officiels sont faciles à trouver pour 50% d'entre eux, des problèmes de compréhension de ces textes sont mis en avant (87.5%).

Enfin, 35% ont cherché à s'implanter en France ou à acquérir des produits français.

- ✓ **les gérants Français ont la fâcheuse tendance à surestimer leur performance, mais en cherchant bien on finit par trouver quelques pépites.**
- ✓ **Gestion d'un UCITS. Bien géré parce que l'activité est simple**
- ✓ **Bonne, demande d'expertise externe qui comprend la culture française.**

Concernant les répondants anglophones, c'est 58% qui estiment que les chiffres présentés ne correspondaient pas à leur vision du marché français de la gestion.

Que la question concerne les AUM de l'industrie de la gestion d'actifs en France, le nombre de sociétés de gestion ou le nombre de véhicules proposés, les répondants n'avaient soit pas d'idée, soit pensaient que le marché était plus petit.

- ✓ I had no idea the AUM figure was so high!
- ✓ I expected the AuA to be smaller
- ✓ no idea
- ✓ I had no expectation of what the answer would be
- ✓ Lower
- ✓ I had no expectation of what the answer would be
- ✓ much less

90% estiment donc que la vision qu'on peut avoir du marché de la gestion français est fautive. Selon eux, la perception du marché français, comparativement aux autres compétiteurs, est celle d'un marché très traditionnel, peu enclin à favoriser la gestion alternative et fermé sur lui-même malgré des acteurs compétents.

- ✓ I would say that the French market is seen as being less flexible, and less easy to do business. I think this perception (which may not reflect the reality) is due to a feeling that the political establishment in France is against the alternatives industry.
- ✓ the information about French market is not enough as compare to the others.
- ✓ France is huge in the traditional Asset Management space and therefore should have some good potential to become a bigger financial center. However France has not been very supportive of the Alternative Asset Management space, which has become an important part of financial markets. With respect to AI, France is far behind UK and Ireland. Luxembourg has been more successful in marketing its platform. Germany I would say is behind France
- ✓ Less popular with investors
- ✓ high quality people, tough regulation and taxation

Les acteurs étrangers ne s'estiment pas familiers du cadre réglementaire français pour la gestion alternative.

✓ **It has been a good initiative led by the French regulator however the marketing of it has been very small. There are also various limitations when it comes to implementation (third party relationship custodian - Prime Broker), which has badly limited potential growth. There are other structural issues, which are not supportive of a dynamic alternative investments platform (tax - labour regulations - lack of flexibility..)**

33% ont malgré tout eu des contacts avec des prestataires français afin de réfléchir à des projets liés à la gestion alternative en France. Généralement plutôt des projets d'investissements dans des OPCVM français (94% n'ont jamais envisagé de créer un business en France, 80% « seulement » n'ont jamais envisagé d'acheter des produits français). Au final, on note qu'ils souffrent plus que les francophones d'un manque d'information : 85% estiment qu'il est plus difficile de trouver de l'information sur la France par rapport à ses compétiteurs, 75% pensent que les textes officiels sont difficiles à trouver et peu clairs.

Il est clair que l'image des gérants français de leur propre marché de la gestion alternative est plus sombre que la perception qu'en ont les répondants non français. Les lourdeurs administratives et la difficulté pour lever des encours pèsent sur le moral des gérants. Les non français eux, soulignent à nouveau le manque d'information, notamment comparative, par rapport aux places compétitrices et un manque d'effort marketing. Les anglo-saxons reconnaissent aisément qu'ils ont une perception erronée du marché français dans son ensemble (plus petit et moins dynamique). Leur méconnaissance du cadre français de gestion alternative cumulée avec la mauvaise image que donnent les pouvoirs publics à ces stratégies entretiennent l'image d'un marché monétaire, long-only et peu enclin à développer des stratégies innovantes. Enfin, l'ensemble des sondés souligne la difficulté de comprendre les textes officiels qui régissent la gestion d'actif.

Pistes de réflexions :

- 1. Accroître la clarté des textes officiels. Réfléchir à la possibilité de créer une base de données qui, sur un sujet donné, permettrait de retrouver l'ensemble des textes liés, du niveau législatif à l'externalisation de la doctrine AMF.**
- 2. Communiquer sur l'ensemble du marché français de la gestion, notamment en termes de taille, d'acteurs et de stratégies. Il semble important d'infléchir la perception d'un marché purement monétaire et long-only. Les présentations devraient mettre en avant des stratégies innovantes, même si elles ne sont pas directement « étiquetable gestion alternative »**
- 3. Mettre à disposition plus d'information, notamment en langue anglaise. Favoriser l'information qui permet la comparaison globale entre la France et ses concurrents. Faire connaître le marché alternatif aux prescripteurs que sont les PB, les avocats afin que la France rentre dans leur scope des places potentielles de gestion ou de domiciliation.**
- 4. Organiser des road show gestion / gestion alternative à l'internationale. Différencier ces road show en fonction des publics visés. Ne pas viser que les gérants mais également les service-providers et les investisseurs.**

Annexe 1 :

Quelques exemples d'initiatives étrangères, d'études marquantes

L'Irlande :

4 juin 2010

a new study looking at the best locations to base hedge funds.

The study, which was commissioned by the bank's London office and written by Pricewaterhousecoopers (PWC), compares Ireland with the Cayman Islands, Malta, Luxembourg and the UK.

While the Cayman Islands are the home of most of the world's hedge funds, thousands of funds are considering moving elsewhere as investors and governments continue to fret about the regulation of funds in some parts of the world.

While the Cayman Islands is the domicile of choice for most funds, Ireland is a centre for fund administration, with 40pc of all the world's hedge fund assets administered here.

"This is a very big opportunity for Ireland," said the report's co-author Olwyn Alexander, a partner of PWC and hedge fund expert, who said "we are very competitively placed" to become the new domicile for funds moving from the Cayman Islands.

The new study makes no recommendation but is aimed at helping fund managers decide where to locate new funds.

"There's no right answer," said Ms Alexander. "The decision depends on things like the fund's strategy."

Financial services are a vital part of the Irish economy, contributing about 7pc of gross domestic product, compared with 4.5pc in Britain and 2pc across the European Union, the in-coming International Financial Services Centre's representative John Bruton said on Wednesday.

Le site de l'Irlande's international Financial business center où l'on trouve à la fois des offres de travail, des renseignements sur la vie en Irlande, des liens vers des services providers etc... :

<http://www.ifsc.ie/>

Le Luxembourg :

Page de Luxembourg for finance sur différents réseaux sociaux :

<http://www.facebook.com/pages/Luxemburg-Luxembourg/Luxembourg-for-Finance/292226356416>

http://www.linkedin.com/groups?gid=2619732&trk=anetsrch_name&goback=.gdr_1277284072269_1

Le site de Luxembourg for finance, avec notamment un guide « living and working in Luxembourg » :

<http://www.lff.lu/>

Malte :

Le site de finance in malta, avec notamment la déclaration du ministre des finances

<http://financemalta.org/>

Londres:

Le site de city of London qui mélange promotion de la finance et promotion de la ville

<http://www.cityoflondon.gov.uk/Corporation>

La Hollande :

Le site de “Holland financial center” avec le fonds de seeding

<http://www.hollandfinancialcenter.nl/>

Des titres d'études aisément accessibles sur internet, avec les « promoteurs » :

Pros and Cons of Ireland, Luxembourg, Malta and the Cayman Islands as a Hedge Fund Domicile, Simmons & Simmons, avocats

UCITS IV, 10 bonnes raisons d'établir sa société de gestion au Luxembourg, ALFI, Association professionnelle

Malta as alternative hedge funds jurisdiction, Finance Malta, Association

Irish Hedge Funds, the only alternative, Deloitte, Cabinet de conseil

Enhancements to the Irish QIF Regime, Maples, avocats

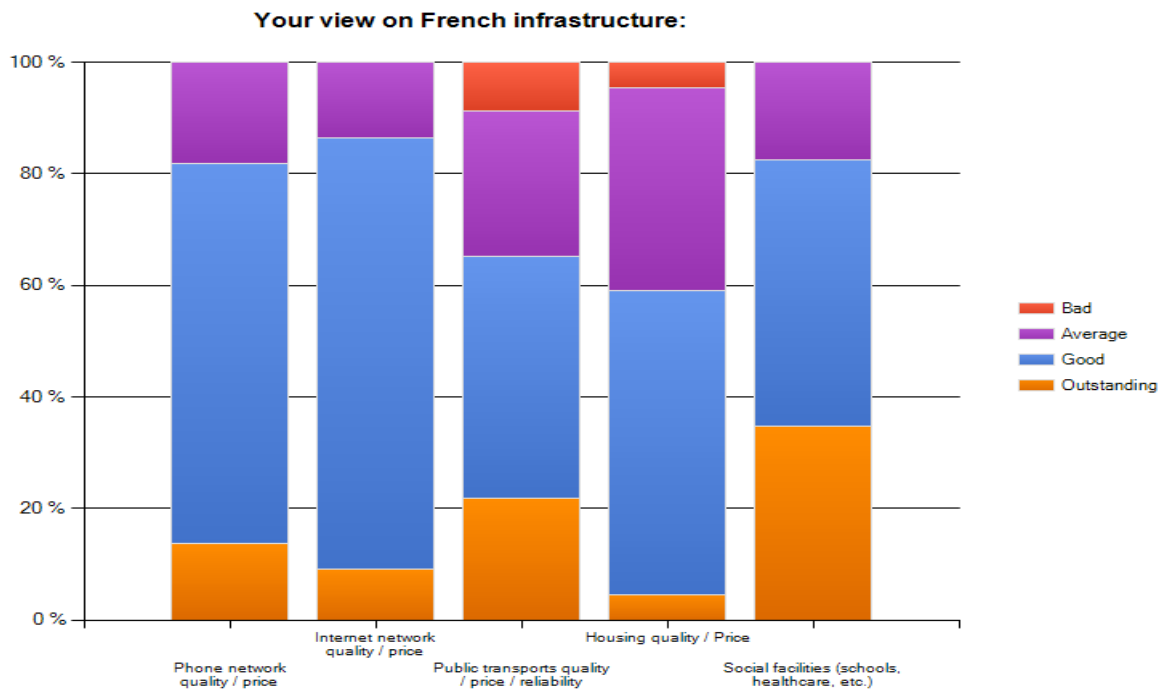
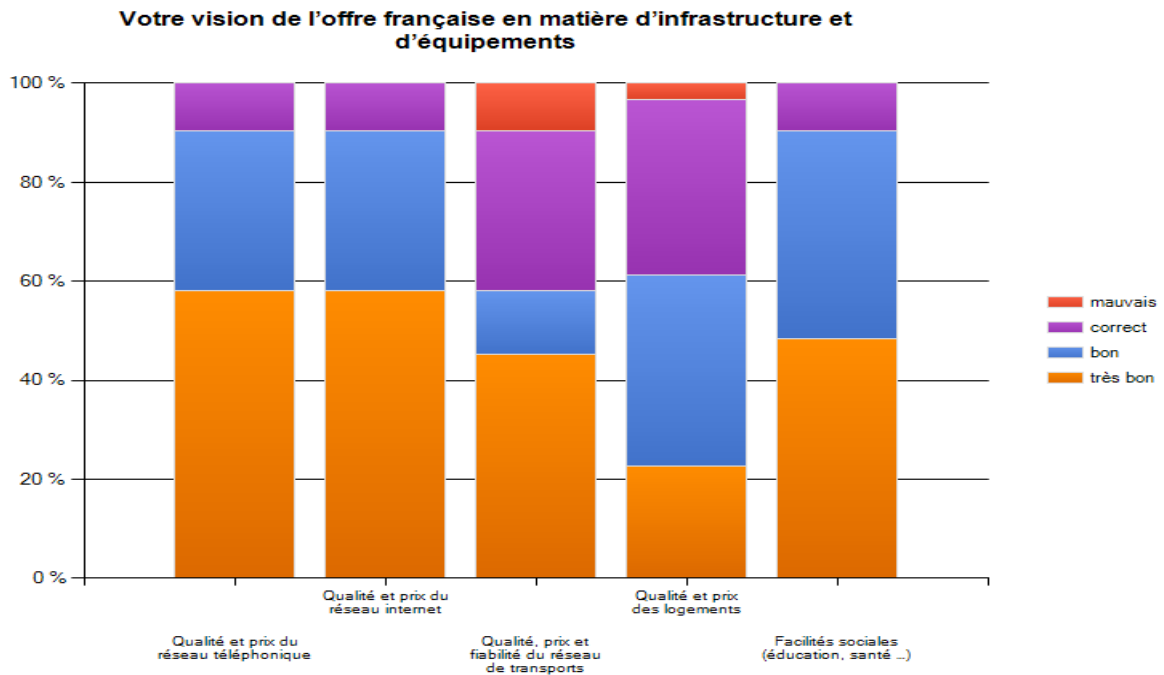
Ireland's alternative funds industry, PWC, Cabinet de conseil

Regulated Funds in Ireland, McCann FitzGerald, avocats (comprends UCITS et non UCITS)

A Guide to Re-Domiciling an Investment Fund to Ireland, Matheson Ormsby Prentice, avocats

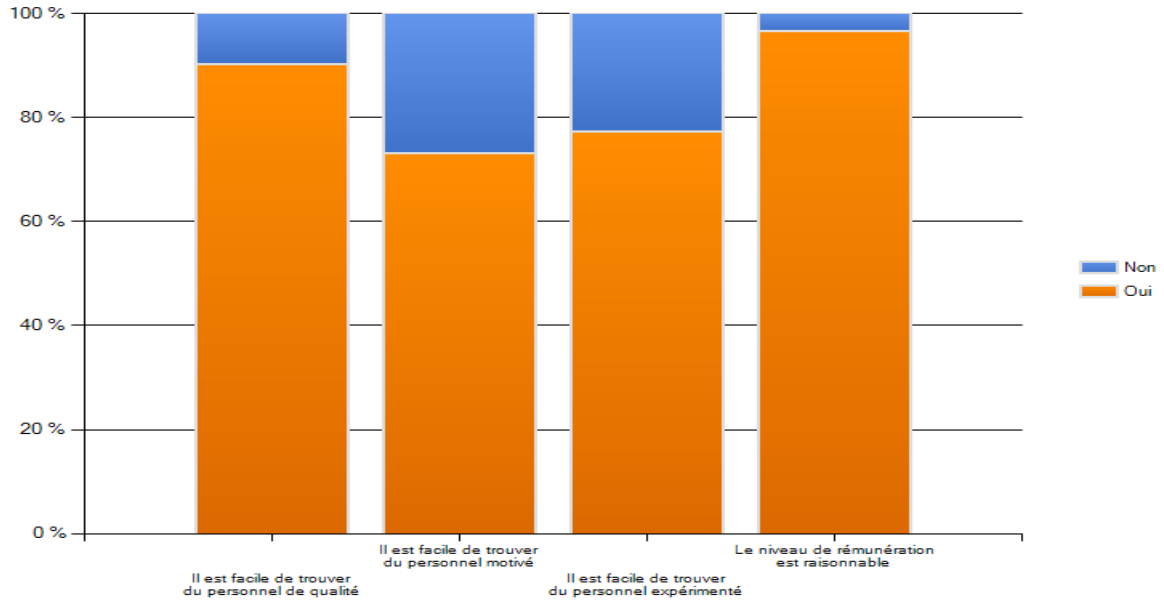
Annexe 2²⁹ :

La France vu par les répondants :

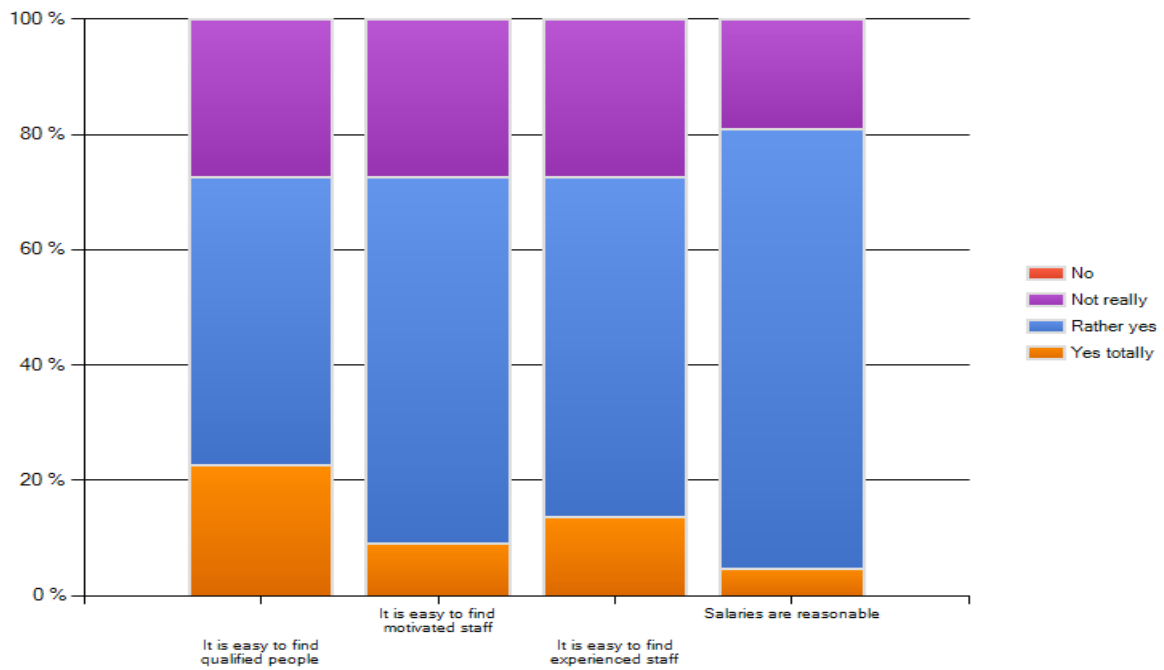


²⁹ Dans un souci d'allègement, nous ne présentons ici que les réponses des répondants français et des répondants étrangers non francophones. Les réponses des étrangers francophones se situant systématiquement entre les deux autres réponses.

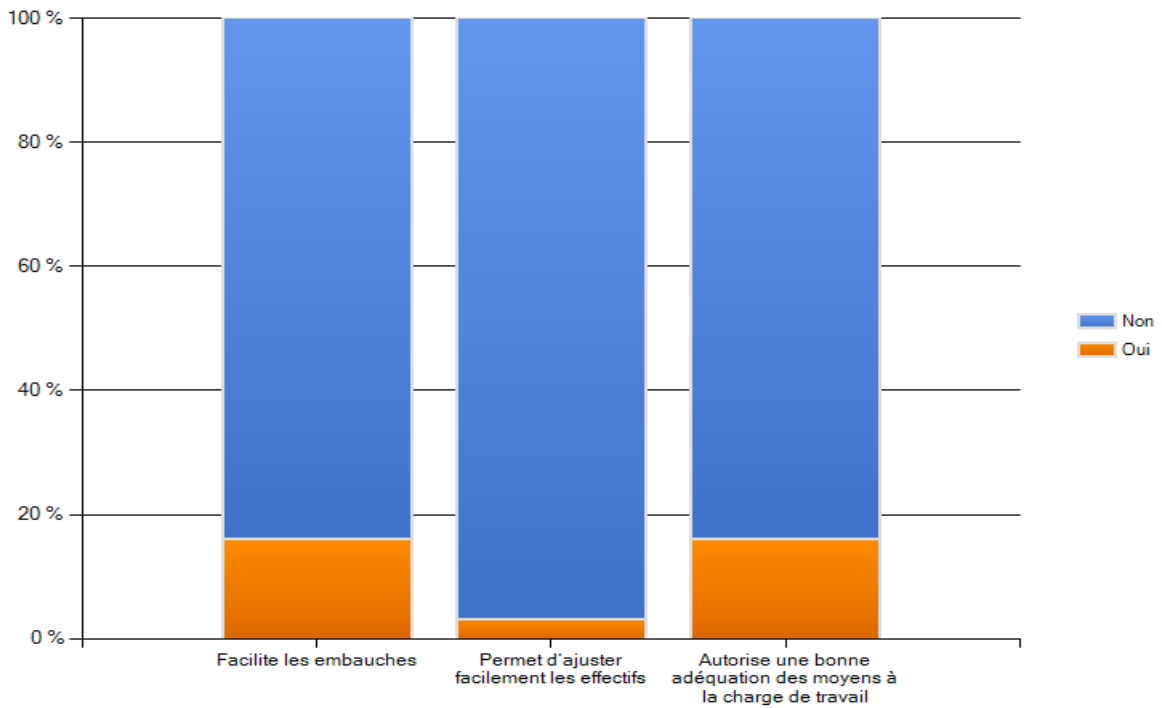
Le marché du travail français



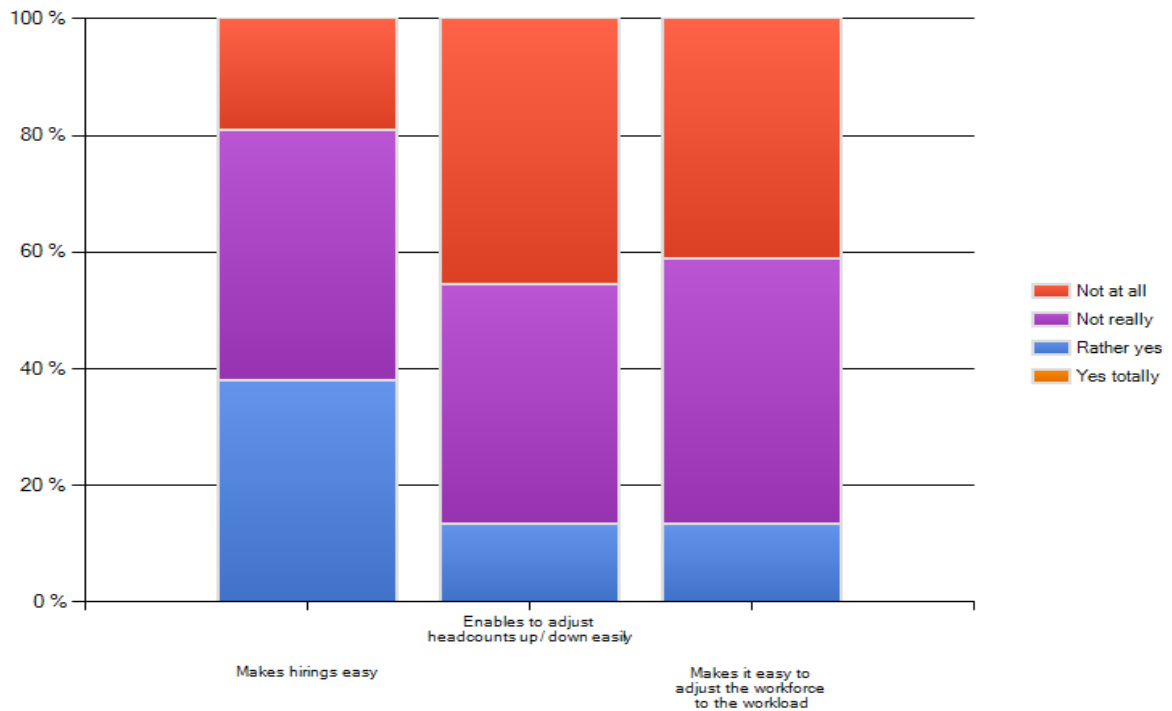
French labour market



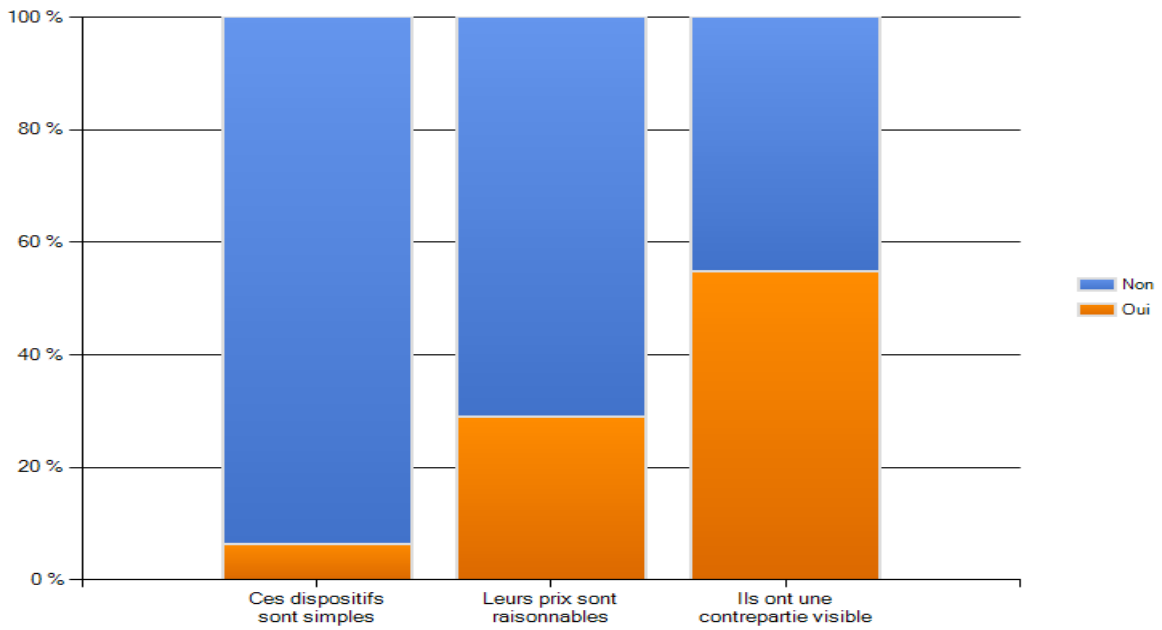
Le droit du travail français



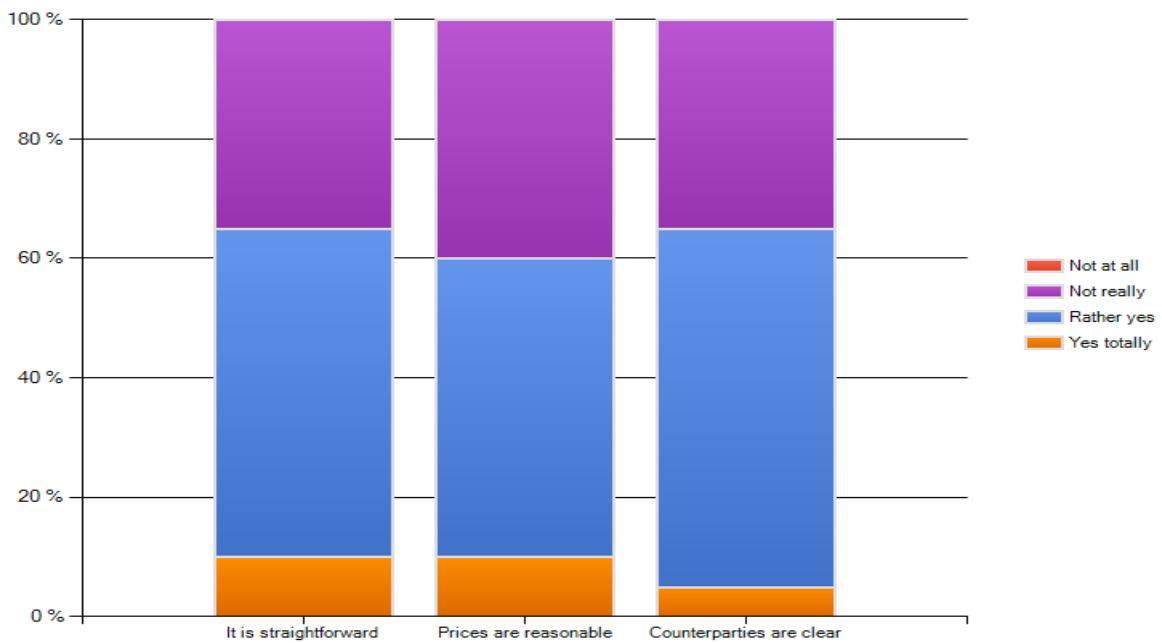
The French Labor market regulation



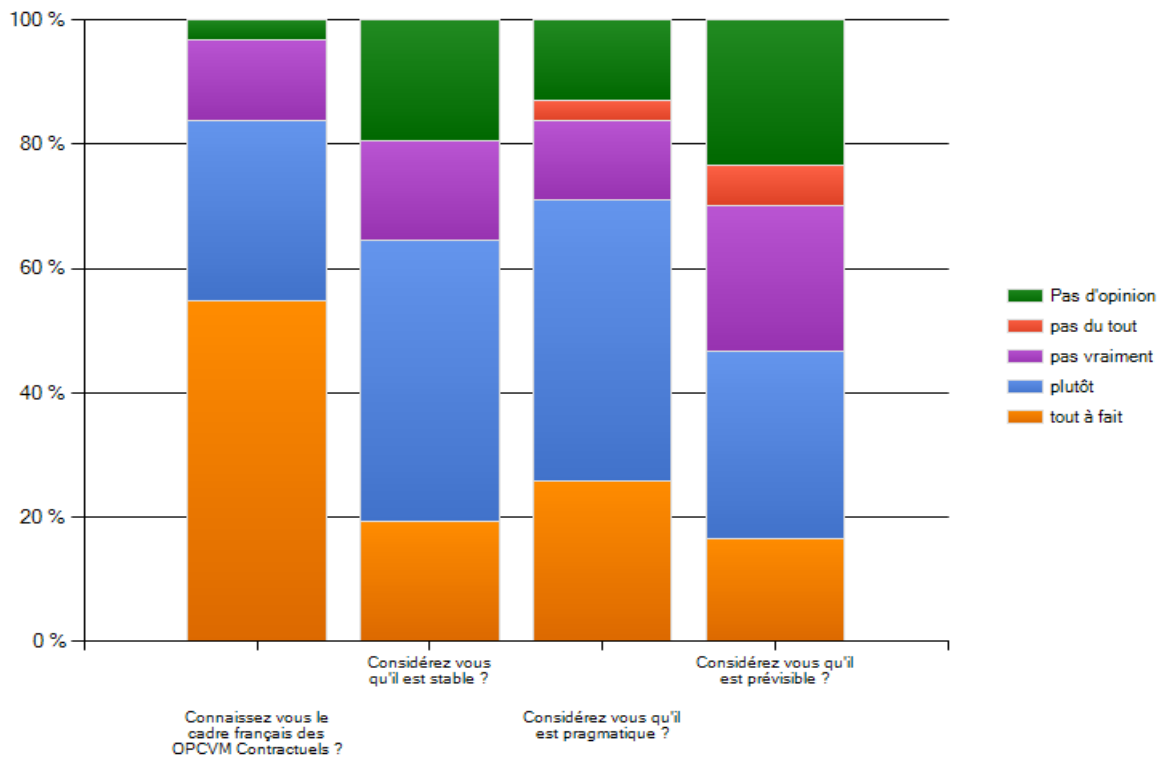
Les dispositifs sociaux (assurance maladie, retraite...)



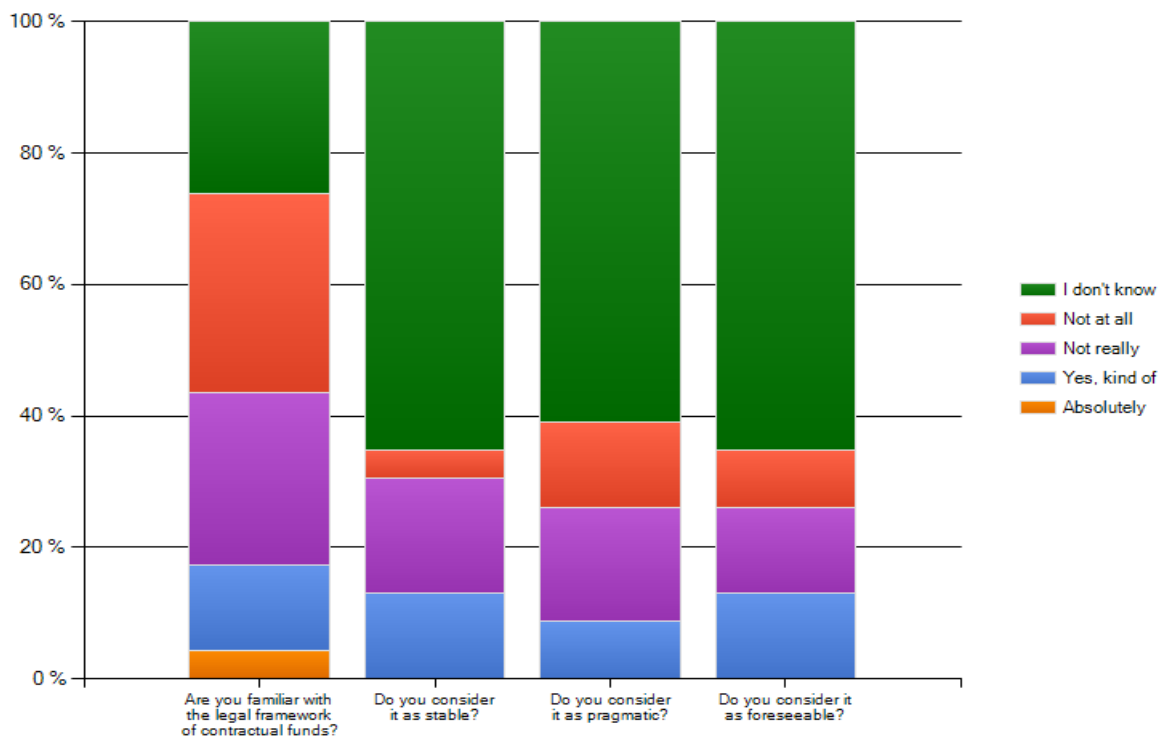
Social facilities (healthcare, retirement system, etc.)



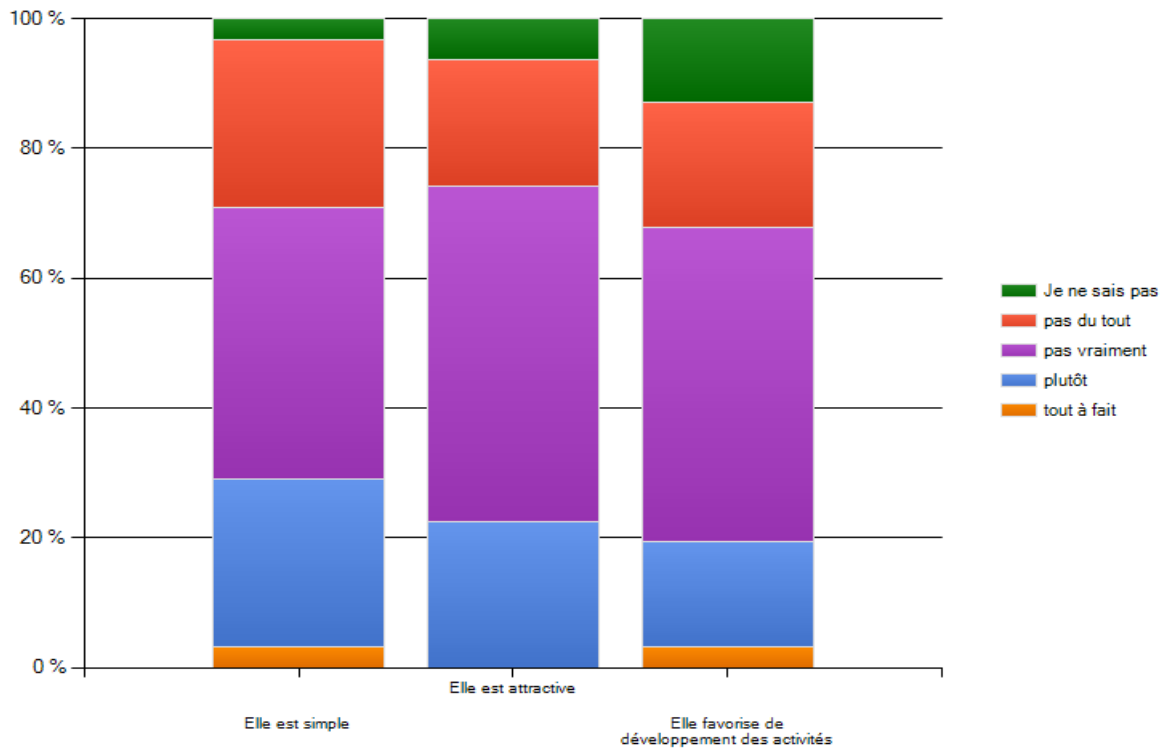
Le système juridique français applicable aux OPCVM contractuels



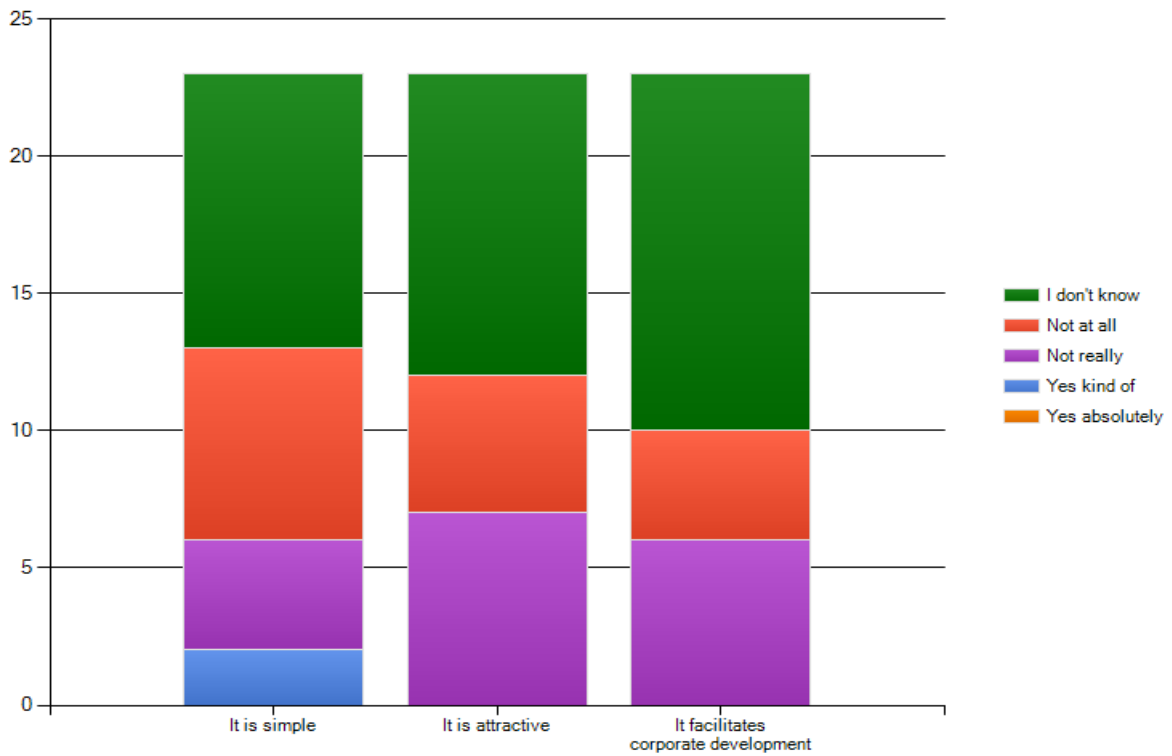
Legal framework for contractual funds



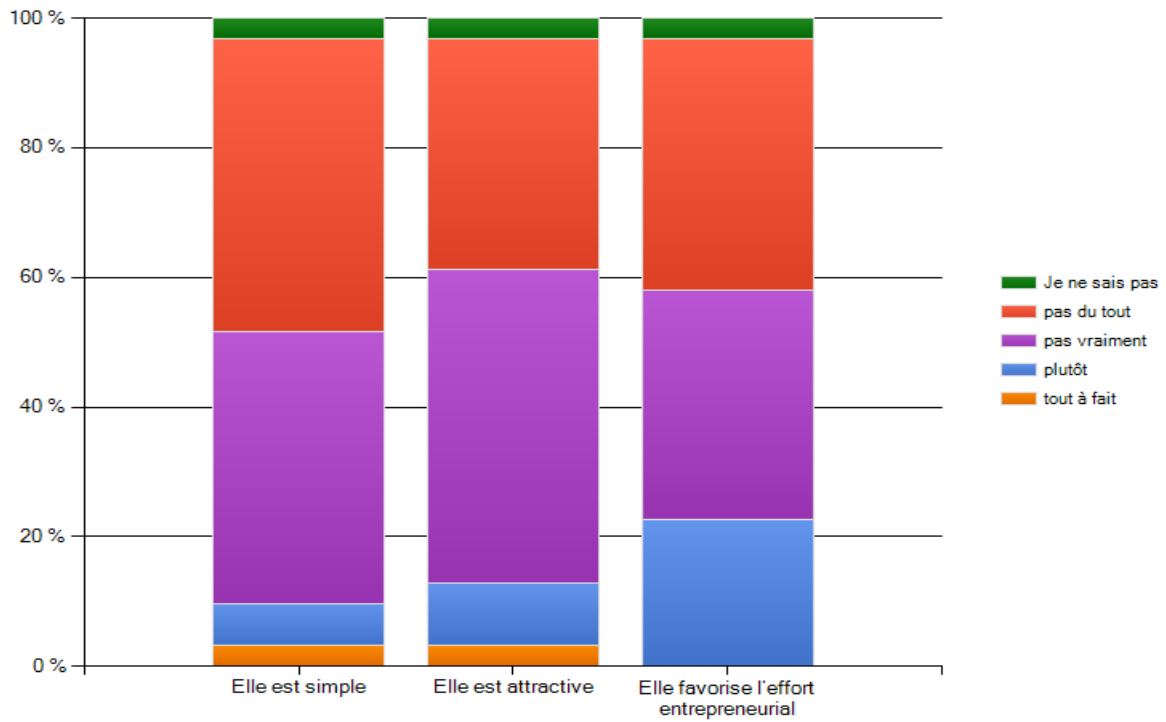
La fiscalité des entreprises :



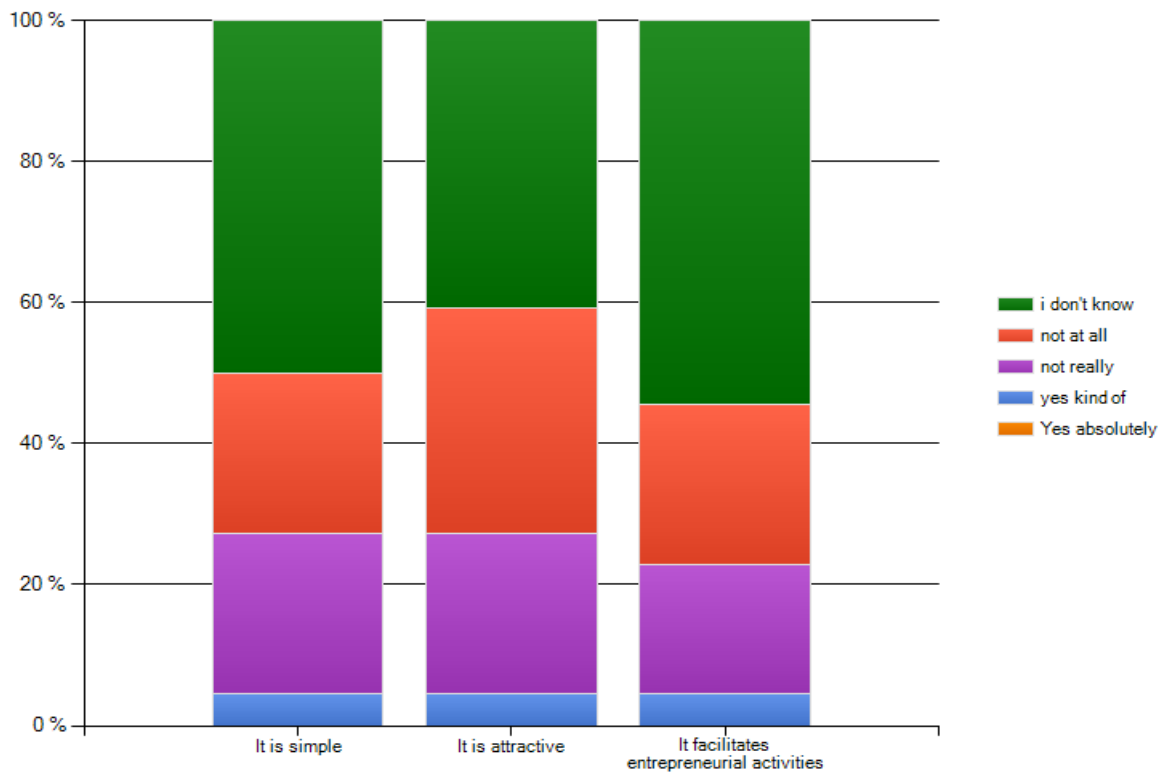
Corporate taxation system



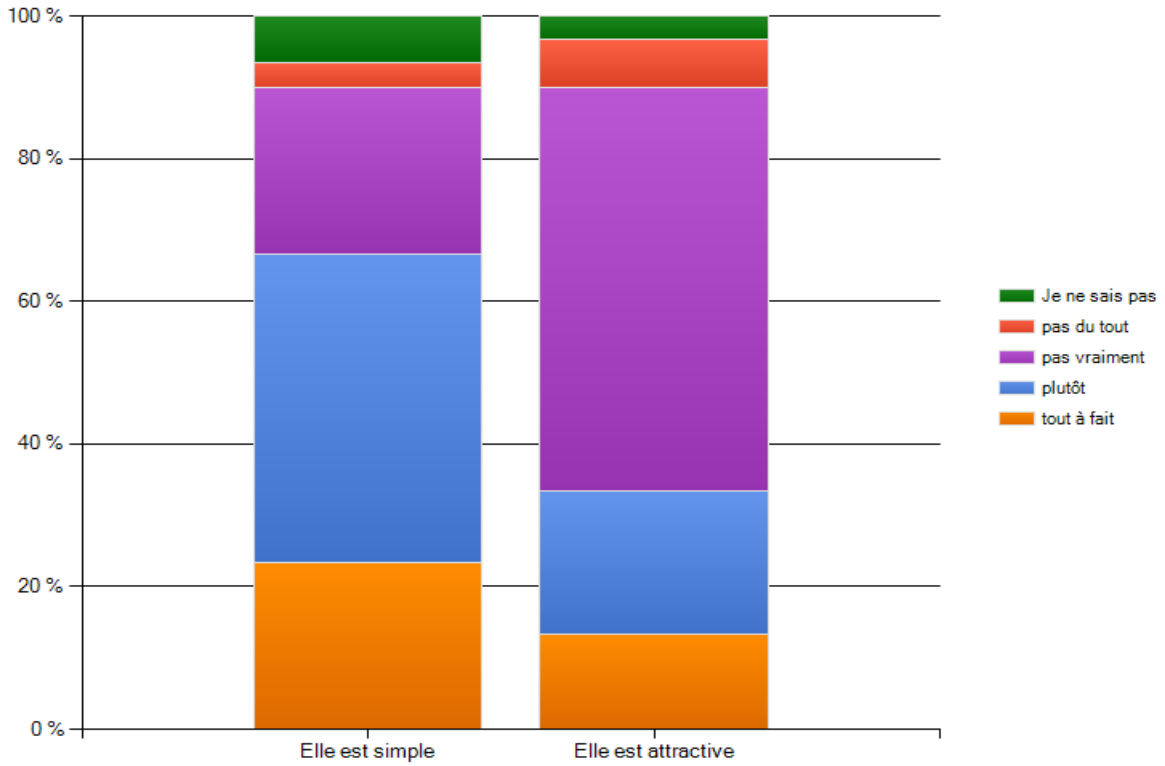
La fiscalité des personnes



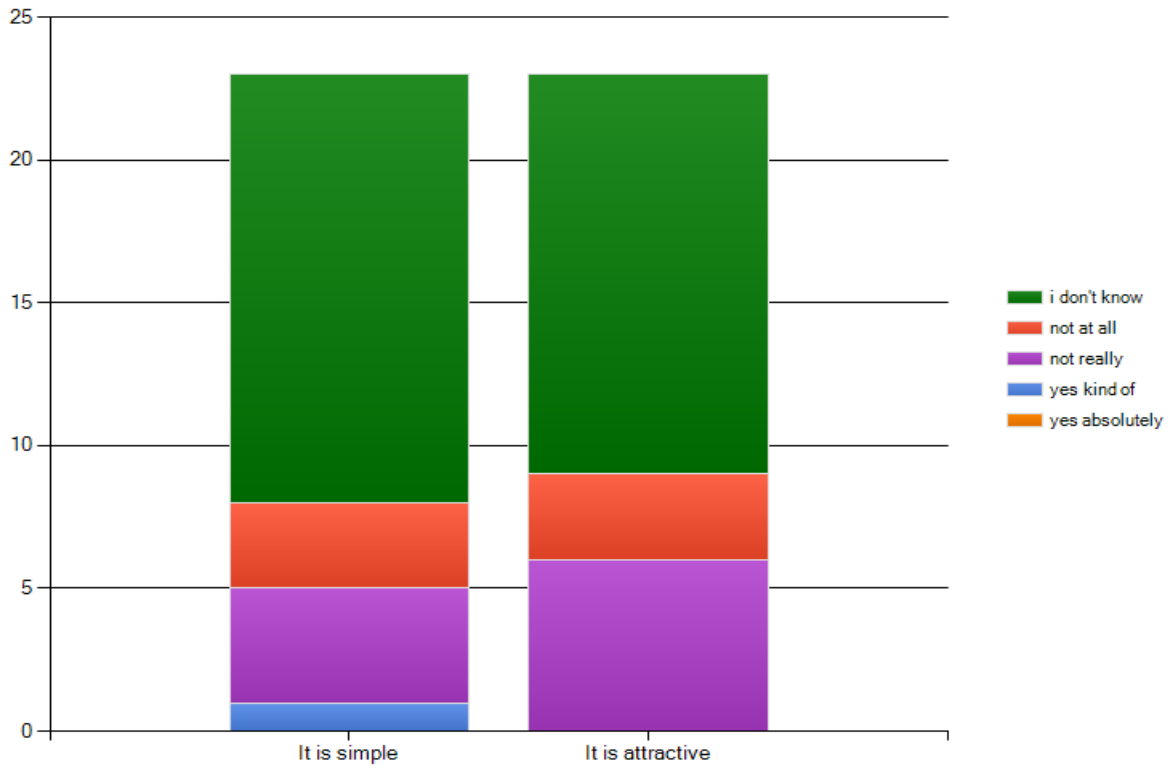
Individuals taxation system



La fiscalité des produits financiers (fonds)

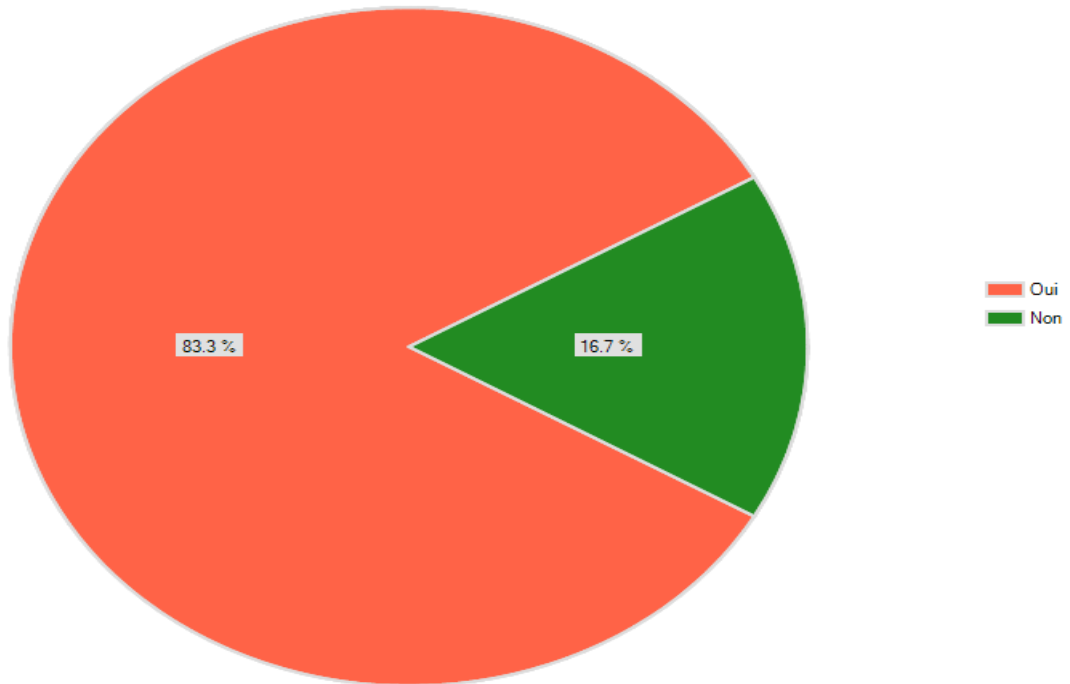


Financial products (funds) taxation

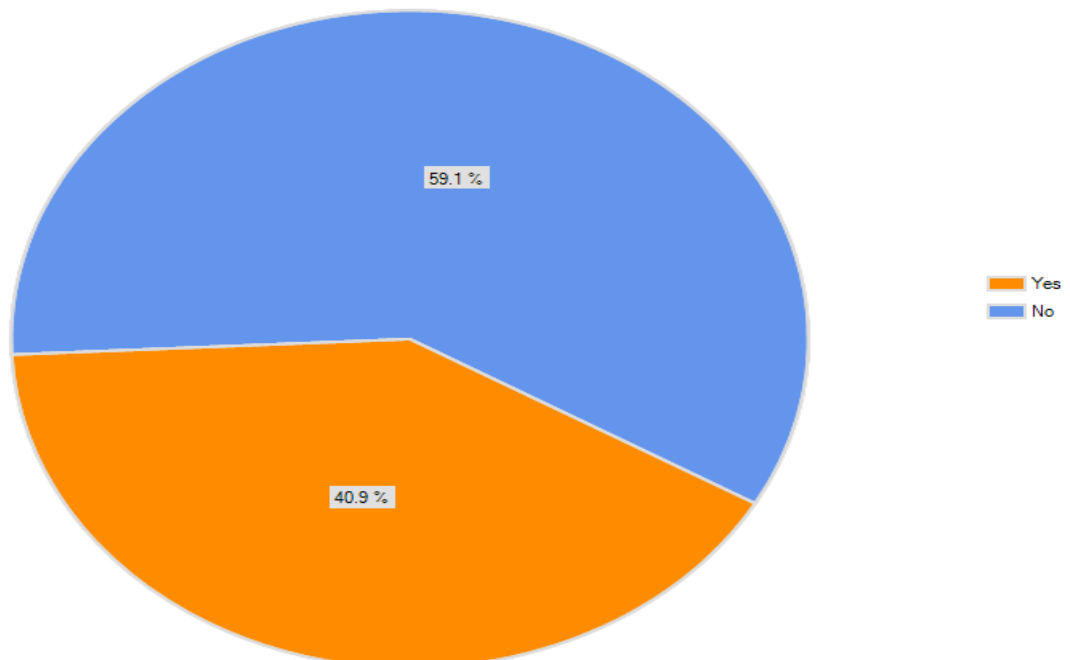


Le marché de la gestion d'actif vu par les répondants³⁰ :

Les chiffres clés précédents reflètent-ils la vision que vous avez du marché français de la gestion d'actif ?

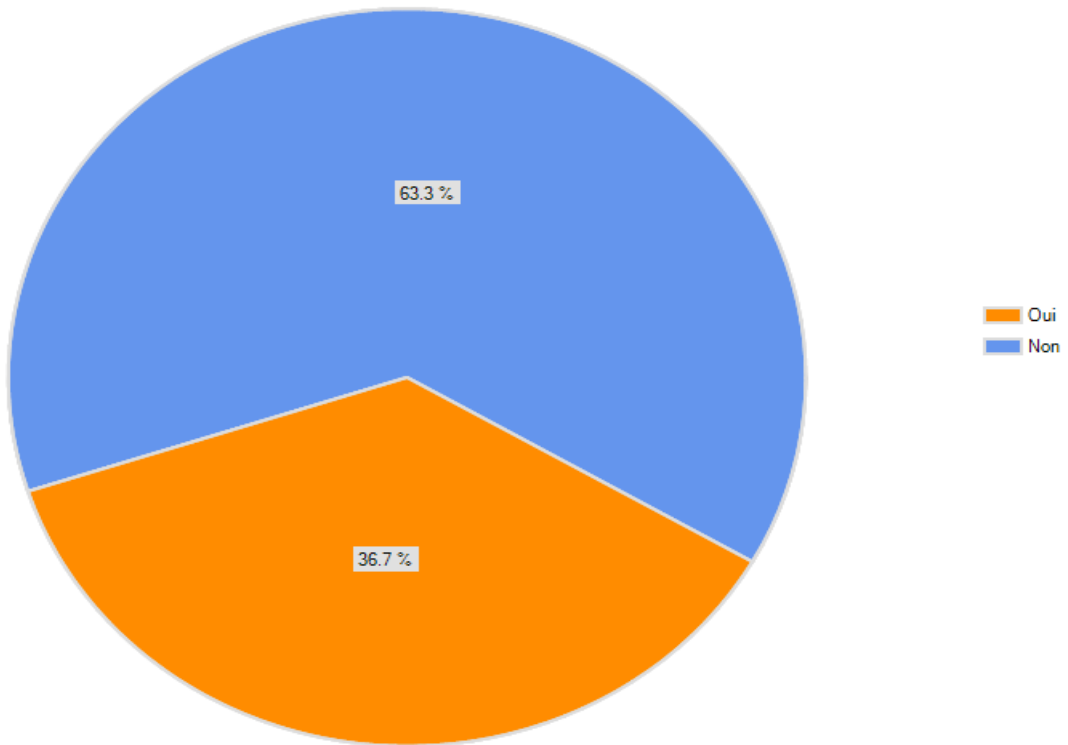


Do these figures reflect the vision you had of the French asset management industry ?

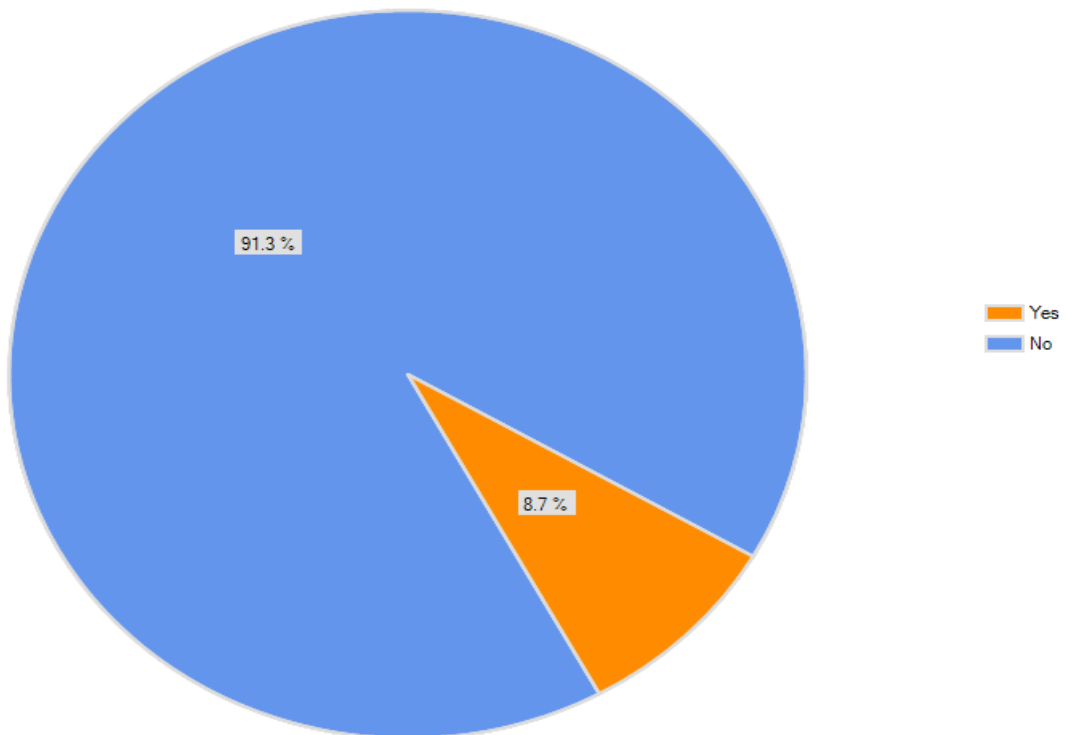


³⁰ On rappelle que pour cette partie, les répondants ont lu, avant de répondre, des éléments quantitatifs et qualitatifs provenant des sources suivantes : AFG, AMF, EFAMA

Pensez vous que le marché français de la gestion d'actif est perçu avec justesse ?

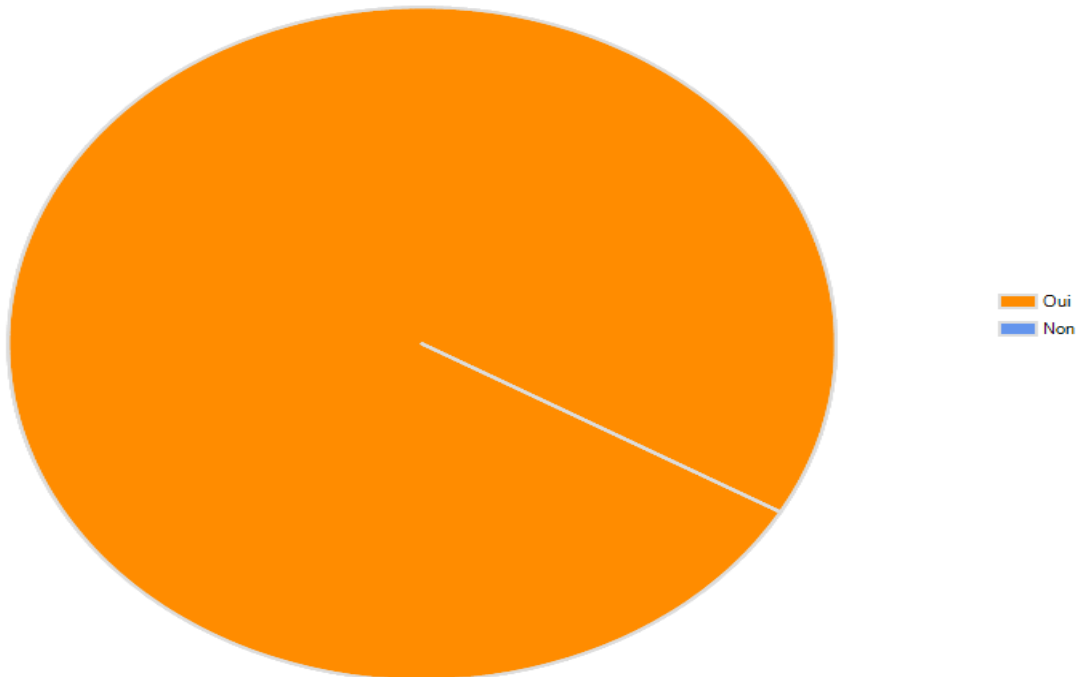


Do you think people have an accurate view of the French asset management industry?

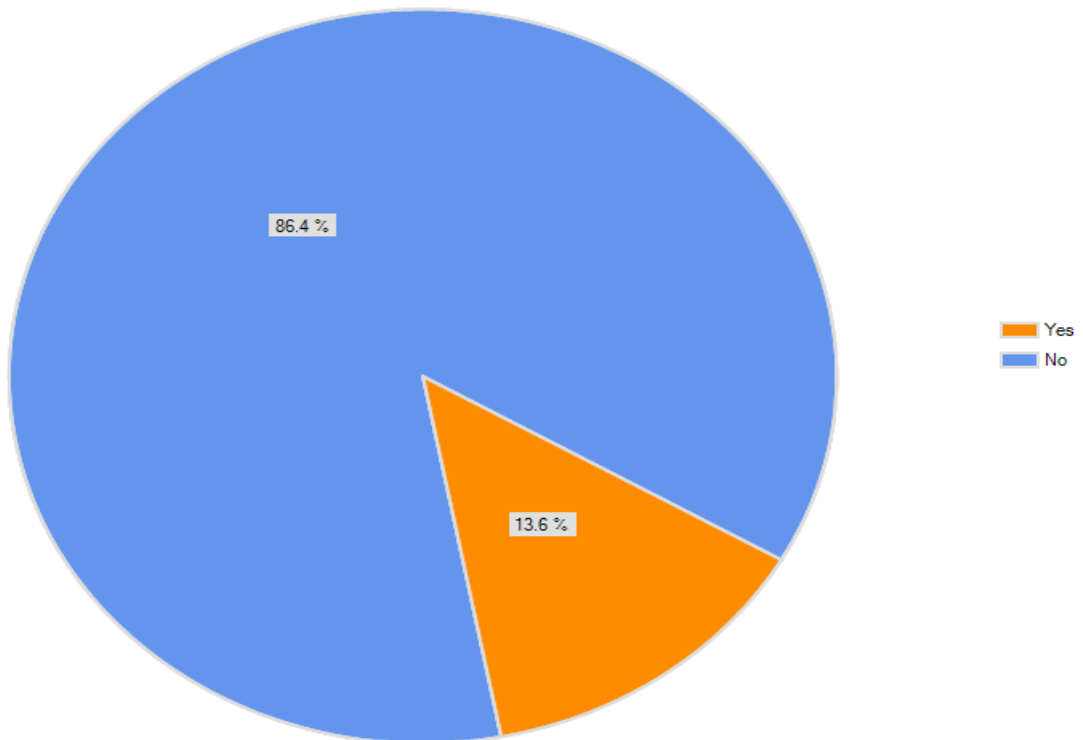


Le marché de la gestion alternative vu par les répondants³¹ :

Connaissez-vous le cadre français de la gestion alternative ?

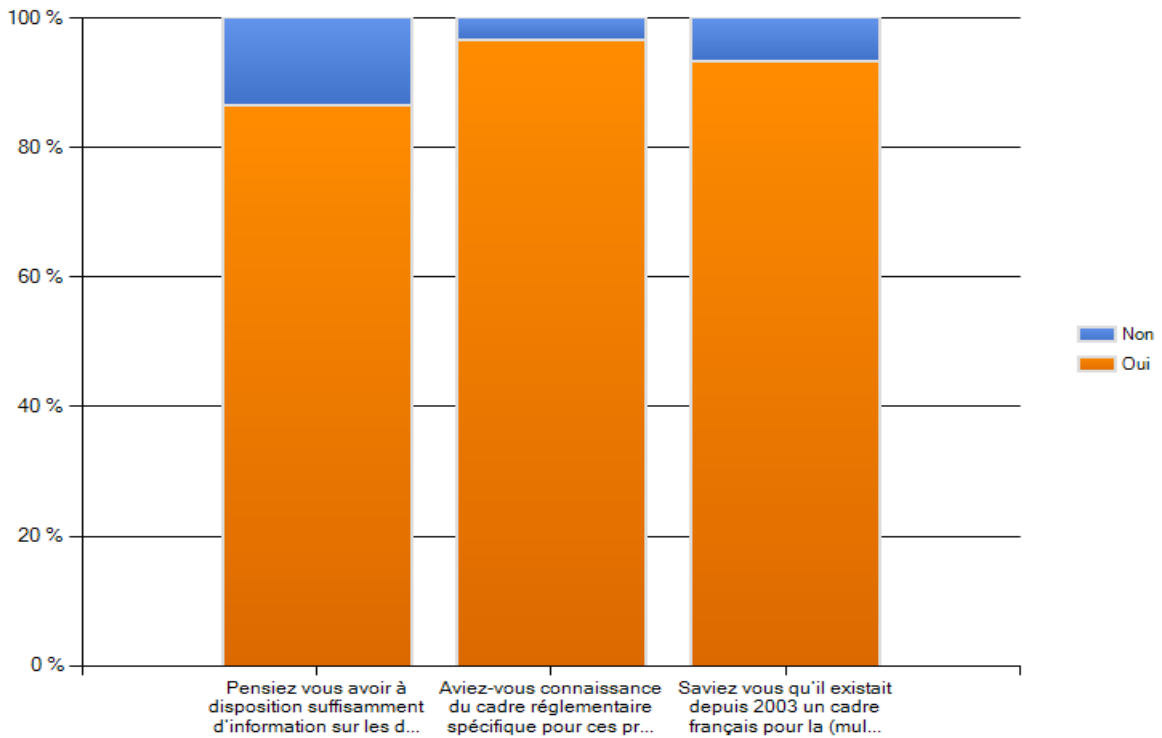


Are you familiar with the French asset management framework?

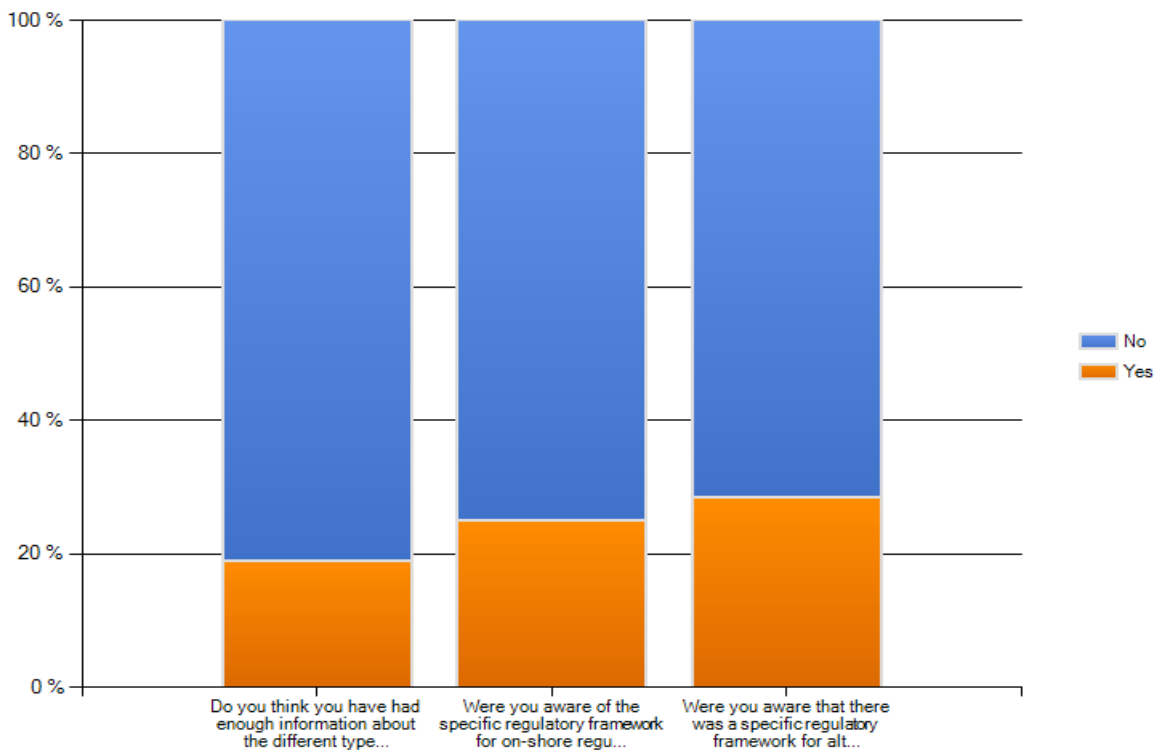


³¹ On rappelle que pour cette partie, les répondants ont lu, avant de répondre, des éléments quantitatifs et qualitatifs provenant des sources suivantes : AFG, AMF

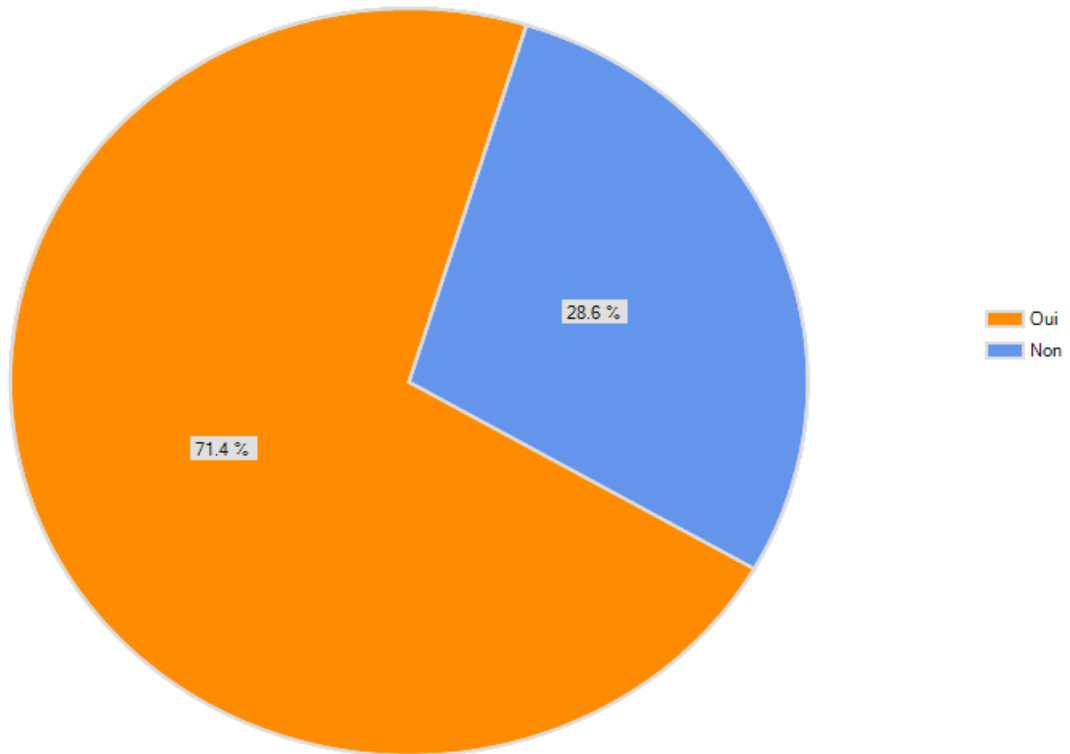
Perception du cadre français dédié à la gestion alternative



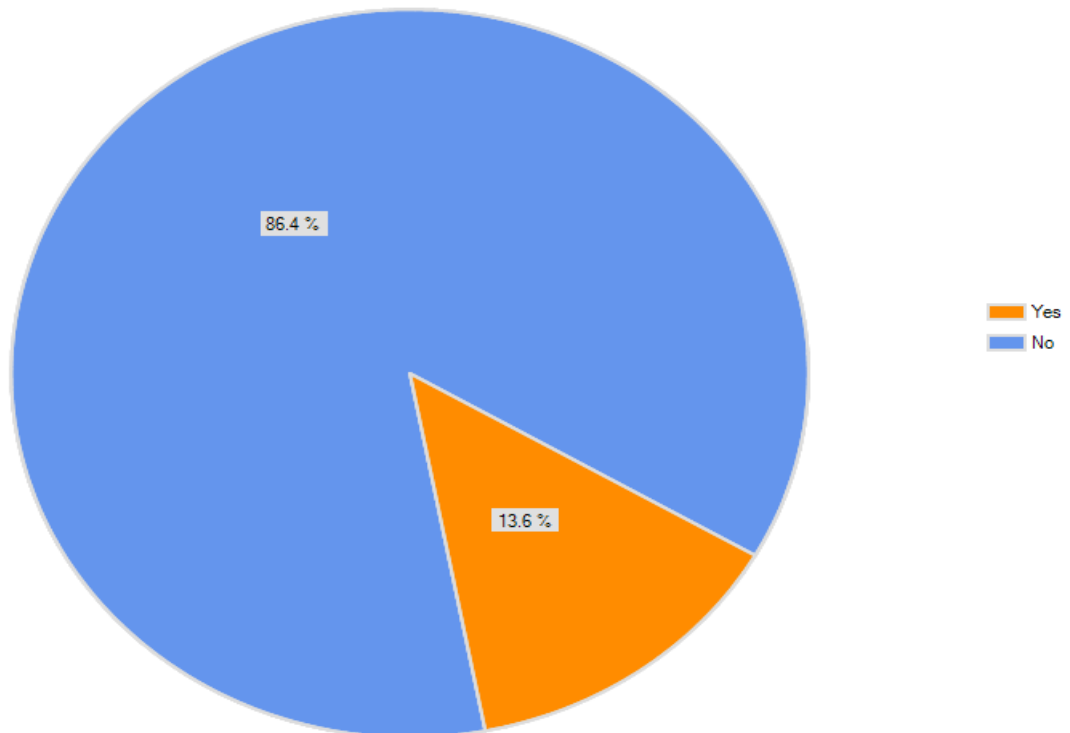
Perception of the French alternative asset management framework



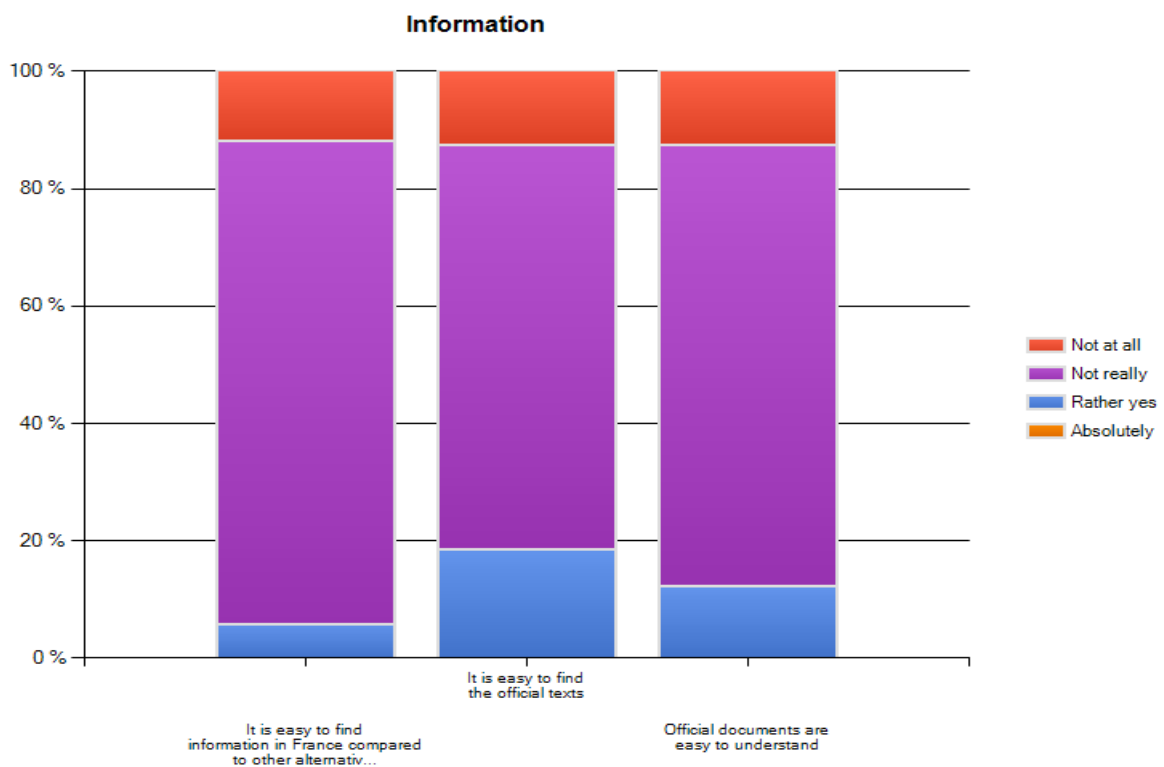
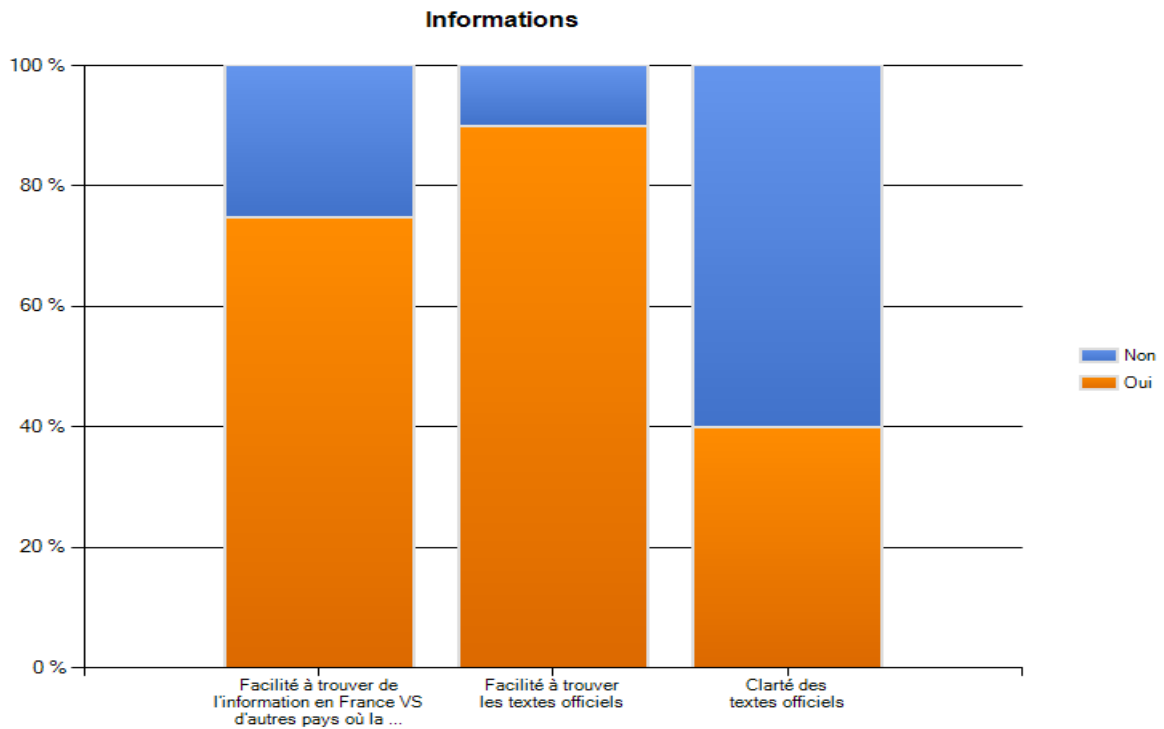
Avez-vous eu l'occasion de pouvoir participer à une présentation de la gestion alternative française ?



Have you ever taken part to an event about French alternative asset management?

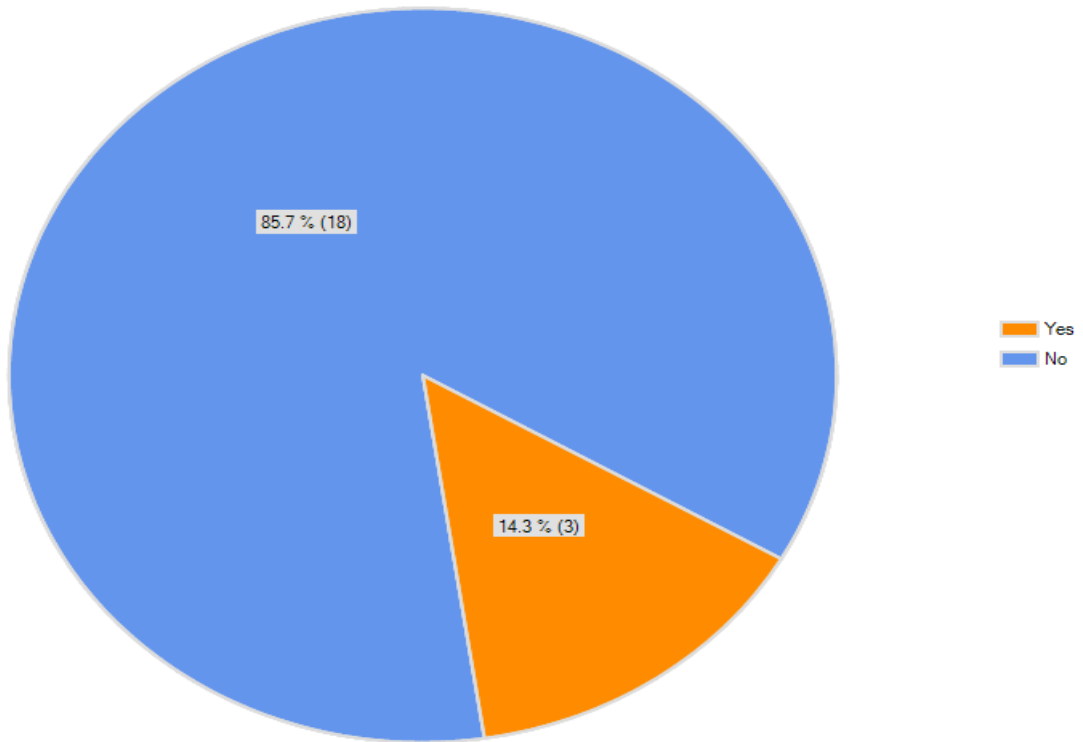


L'accès aux textes vu par les répondants³² :



³² On rappelle que pour cette partie, les répondants ont lu, avant de répondre, des éléments quantitatifs et qualitatifs provenant des sources suivantes : AFG, AMF

Have you ever considered setting up a business in France?



Have you ever considered investing in French products?

