



# L'IMPACT DE L'ÉLARGISSEMENT VERS L'EUROPE CENTRALE SUR L'INDUSTRIE DES FONDS

STEFFEN MATTHIAS \*

**E**n décembre 2002, les négociations relatives à l'adhésion furent conclues avec Chypre, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Pologne, la République Tchèque, la Slovaquie et la Slovénie. Suite à la signature des Traités d'adhésion lors du Conseil européen informel tenu à Athènes les 16 et 17 avril 2003, ces pays adhérents pourront devenir membres de l'Union européenne (UE) à partir du 1<sup>er</sup> mai 2004. L'UE verra sa population croître d'environ 75 millions d'habitants et son territoire de 425 000 km<sup>2</sup>.

Il n'est pas étonnant, dès lors, que ces 75 millions d'épargnants potentiels en fassent rêver plus d'un. Les gérants de fonds européens, par exemple, voient l'élargissement de l'Union, non seulement du point de vue d'un élargissement du marché unique, mais surtout de celui qui leur amènera davantage de débouchés. L'élargissement est perçu avant tout comme l'ouverture sur de nouveaux marchés avec la création d'un système de commercialisation adéquat, tout en évitant les obstacles fiscaux. En outre, cet intérêt se limite dans la plupart des cas aux trois pays les plus grands, qui représentent à eux seuls, 59,1 millions d'habitants, à savoir la Hongrie (10,1 millions), la Pologne (38,7 millions) et la République Tchèque (10,3 millions), les plus petits étant Malte (0,4 million) et Chypre (0,3 million).

Vu la situation très spécifique de Malte et de Chypre, les commentateurs qui suivent ne viseront que les pays de l'Europe Centrale, dont le plus petit est l'Estonie avec 1,4 million d'habitants.

## *CRÉER UNE INDUSTRIE DES FONDS SAINES*

Voir les pays adhérents du point de vue de nouveaux débouchés est bien sûr le droit de tous ceux qui doivent vendre. Mais ce point de vue

\* Secrétaire général de la Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI).



ne peut pas être notre seule préoccupation. Surtout en ce qui concerne la FEFSI<sup>1</sup>, dont l'activité principale est la promotion de l'intégrité de l'industrie des fonds d'investissement et des marchés financiers. Elle doit donc voir ces pays comme participants égaux dans la poursuite du grand marché unique, c'est-à-dire comme pays producteurs de fonds qui, grâce au passeport européen, ont, à partir du 1<sup>er</sup> mai 2004, libre accès aux marchés allemand, autrichien, italien, français...

Voir les pays adhérents comme des pays qui créent eux-mêmes une industrie des fonds, nous amène à nous pencher sur la question de l'intégrité de l'industrie et des marchés. Pourquoi cette question est-elle importante ? Tout d'abord, parce que tout fonds (OPCVM harmonisé) d'un pays adhérent bénéficie des avantages que lui apporte le « label de qualité » des OPCVM en ce qui concerne la protection de l'investisseur. L'industrie de ces pays a donc tout intérêt, au même titre que l'industrie des fonds en France, en Allemagne ou en Italie, à défendre ce label.

Ensuite, tout fonds harmonisé doit être traité dans un autre pays communautaire, tel que la France par exemple, comme un fonds national. Il est donc important que ce fonds réponde non seulement aux mêmes règles, mais qu'il soit repris dans un environnement juridique et déontologique comparable.

En pratique, cela veut dire que les pays adhérents sont tenus de transposer de manière correcte en droit national la Directive OPCVM et les modifications adoptées en 2001<sup>2</sup> ainsi que les diverses autres directives régissant les marchés financiers<sup>3</sup> et l'environnement dans lequel évolue l'industrie des fonds.

Tout cela paraît simple et évident, mais la réalité se veut plus complexe. Prenons l'exemple de la Directive OPCVM de 1985. Que veut dire « transposé de manière correcte en droit national », étant donné que cette Directive est transposée de manière très différente dans les États membres de l'UE d'aujourd'hui. Au pire, nous risquons de voir un amalgame de ces différences déjà observées « chez nous » s'exporter vers les pays adhérents. Et qu'en est-il de la transposition des nouvelles Directives OPCVM ? Même les « anciens » États membres sont encore loin d'une transposition cohérente, et cela malgré l'obligation d'une transposition pour le 13 août de cette année.

Prenons encore l'exemple du droit des sociétés et le problème de la structure d'une SICAV, c'est-à-dire d'une société anonyme à capital variable : comment adapter à cette nouvelle structure une loi visant la société anonyme ?

Et qu'en est-il de l'autorité de tutelle, élément-clé dans la protection des investisseurs ? Elle est pratiquée de manière très différente au sein

des États membres de l'UE. Quel exemple doivent suivre les pays adhérents ?

Malgré tous ces obstacles, plusieurs dispositifs sont déjà en place pour y remédier :

- grâce au Comité de contact, créé par la Directive OPCVM de 1985, les autorités des pays adhérents sont en relation avec leurs homologues des autres États membres. Ils y sont en effet admis depuis quelques mois comme observateurs et assistent donc aux débats sur la mise en œuvre cohérente des nouvelles Directives OPCVM. Ils disposent ainsi de la possibilité de s'informer auprès de leurs collègues de l'UE concernant les interprétations et les pratiques existantes dans leurs pays ;

- ceci vaut également pour la participation au sein du Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CESR en anglais) en ce qui concerne toutes les questions portant sur la réglementation des marchés ;

- les autorités de tutelle de certains pays adhérents ont établi des réseaux entre eux afin de s'aider mutuellement ;

- les quatre pays les plus importants des dix pays adhérents en ce qui concerne l'industrie des fonds, à savoir la Hongrie, la Pologne, la République Tchèque et la Slovaquie, sont membres de la FEFSI, certains depuis un certain temps déjà. Ils ont participé à toutes les discussions menées au sein de la FEFSI concernant la nouvelle Directive OPCVM. Ils ont également pris part aux débats concernant le prospectus simplifié et les normes déontologiques adoptées l'année dernière<sup>4</sup>. Depuis plusieurs années maintenant, ces pays ont pu se servir des données de la FEFSI comme source d'information. La FEFSI leur propose également une assistance en cas de problèmes ;

- la FEFSI a aussi proposé son aide aux autorités de tutelle et aux législateurs de ces pays, offre que plusieurs d'entre eux ont acceptée. Les questions posées montrent bien que la plupart des problèmes sont reconnus et qu'il ne manque plus que les solutions. Il n'existe cependant pas de solutions simples dans la plupart des cas car les opinions diffèrent d'un pays à l'autre au sein de l'UE actuelle ;

- dans presque tous ces pays, des sociétés de gestion en provenance de l'UE sont bien présentes et contribuent donc à la construction d'une industrie saine et efficace, ainsi qu'à la création de marchés fonctionnels.

Dans ce contexte, il faut surtout mentionner une présence très forte des Autrichiens sur les marchés hongrois, slovaque et tchèque, des Allemands, des Hollandais et des Suisses en Pologne. Il ne faut pas non plus oublier l'intérêt que portent les pays scandinaves aux pays Baltes,



ou encore l'industrie d'autres pays, telles que l'industrie belge (représentée, par exemple, par la KBC) ou italienne (Unicredito/Pioneer), qui s'intéressent fortement à ces marchés.

### LA PRIVATISATION : LE BERCEAU DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Malgré ces facteurs positifs, il ne faut pas oublier que les pays de l'Europe Centrale n'ont eu que peu de temps pour se préparer au marché unique, étant donné que dans la plupart d'entre eux une industrie des fonds n'existait pas il y a une décennie. En outre, leur industrie est basée sur une évolution très différente, même si son origine provient dans la plupart des cas de la privatisation. Souvent aussi, l'influence des consultants américains a eu pour effet qu'au début, certaines législations visant les fonds ont reproduit - parallèlement aux règles européennes - des éléments du « *Investment Company Act* », ce qui ne facilite pas la tâche des autorités pour créer un système réglementaire cohérent.

Ajoutons à cela qu'il y a dix ans, le « modèle européen », sous la forme de la Directive OPCVM, n'était que peu présent en Europe Centrale. L'UE a ainsi laissé passer une chance d'exporter « son modèle », ce qui aura pour effet de retarder de quelques années l'évolution vers une application du droit européen en matière de fonds. La faible influence de l'UE en ce domaine s'explique peut-être par le fait qu'une adhésion rapide de ces pays n'était pas non plus une notion très répandue à cette époque.

Concernant l'influence des privatisations, et les souvent très mauvaises expériences, on doit surtout souligner :

- en *Estonie*, ces fonds issus de la privatisation ont été liquidés et ne subsistent depuis 1997 que des fonds « normaux » (ouverts) ;
- *une approche très différente en Hongrie* où l'industrie des fonds n'est pas du tout basée sur la privatisation ;
- en *Pologne*, ces fonds existent toujours comme « fonds nationaux d'investissement ». Parallèlement, il existe en Pologne depuis la création du *First Polish Trust Fund Company* par *Pioneer* en 1992, une industrie des fonds « normaux » (ouverts) ;
- *la privatisation « voucher » en Républiques Tchèque et Slovaque* : d'abord ensemble, ensuite séparément, et depuis peu la transformation de ces fonds soit en fonds « normaux » (ouverts), soit en sociétés de *holding* en République Tchèque ;
- en *Slovénie*, une situation semblable à celle de la République Tchèque : des fonds émanant de la privatisation, entre-temps soit transformés en fonds « normaux » fermés, soit en sociétés anonymes ainsi qu'en fonds non-privatisés.

### UN COUP D'ŒIL SUR QUELQUES MARCHÉS

Ces évolutions très différentes se manifestent aussi au niveau des structures différentes qui caractérisent l'industrie de ces pays et une importance économique différente d'un pays à l'autre. Pour ce qui est des fonds, les trois pays les plus importants sont la Pologne, la Hongrie et la République Tchèque. Ensemble, leurs gérants de fonds gèrent 269 fonds et 12,4 Md€, répartis comme suit<sup>5</sup> :

Pologne	107 fonds	5,5 Md€
Hongrie	86 fonds	3,6 Md€
République Tchèque	76 fonds	3,3 Md€

*Pologne* : le marché des fonds le plus important a toujours été dominé par des sociétés étrangères. La société *Pioneer*, par exemple, était en quelque sorte le « père fondateur » de ce marché et suivant les chiffres publiés fin mai 2003, elle détient encore 26 % du marché. Les autres intérêts importants sont représentés par la Suisse (Crédit Suisse) avec une part de marché de 22 %, les Pays-Bas (ING) avec 10 % et l'Allemagne (ensemble, Adig, DWS et Union détiennent 19 %). D'autres pays comme l'Autriche, la Belgique et la Suède y sont également représentés.

Le marché polonais est aujourd'hui probablement le marché le plus développé des trois avec l'application de normes strictes et un très haut niveau d'innovation. Seule ombre au tableau : ce marché est presque complètement fermé aux produits étrangers.

*Hongrie* : deuxième marché en termes de chiffres, il n'est cependant pas comparable au marché polonais. Dès la naissance d'une industrie des fonds, ce marché appartient aux intérêts autrichiens. En effet, l'industrie autrichienne est représentée aujourd'hui par trois groupes : Capital Invest, Erste et Raiffeisen qui ensemble contrôlent environ 10 % du marché. Le plus grand « étranger » est la société belge KBC, qui par le biais de K & H, détient une part du marché d'environ 11 %. La plus grande société de gestion de fonds, toutefois, est entièrement hongroise, appartenant au groupe OTP qui émane de la privatisation. Elle est cotée en Bourse avec un capital largement distribué, bien que « la part du gâteau » revienne à l'État.

*République Tchèque* : le troisième marché appartient également dès le début de la privatisation à « l'empire » autrichien. En effet, il est aujourd'hui dominé par Ceska Sporitelna (affiliée à la Erste) avec une part du marché s'élevant à 45 % et ensemble, les intérêts autrichiens dépassent les 50 % des parts du marché.

Les autres intérêts étrangers sont représentés par la société française, Société Générale (27 % par le biais d'IKS/Komerční banka), la société belge, KBC (21 % par l'intermédiaire de První investiční et OB Invest,

les deux affiliées à CSOB) et finalement, la société italienne Unicredito (7 % via ZB Trust/Zivnobanka). Cette structure montre très bien la dominance des étrangers sur le marché bancaire et, par le biais de ces banques, une dominance totale de l'industrie des fonds domestiques. Mais le marché des fonds tchèque est aussi un des marchés les plus ouverts à la distribution des fonds étrangers qui comptent pour environ 20 à 25 % du marché total.

*Slovaquie* : pour compléter le scénario, il ne faut pas oublier ce petit marché de 0,4 Md€ en actifs et 39 fonds (de type OPCVM), ce qui représente environ 80 % du marché, 20 % étant des fonds étrangers. Trois groupes autrichiens contrôlent par le biais des trois sociétés de gestion slovaque (Tatra, Sporo et Istro) environ 53 % du marché domestique. Deux autres groupes autrichiens distribuent leurs propres fonds par leurs affiliés slovaques, détenant ainsi un quart du marché des fonds étrangers.

*Slovénie* : finalement, mentionnons le cas particulier de ce petit pays dont les 18 fonds représentent 161 Md€. L'industrie y est dominée par un seul fonds, le « Galileo », nommé « *world best performing fund* » par le *Wall Street Journal Europe* en juin 2002 et géré par KD investments, une société de gestion slovène, qui détient au total une part de marché s'élevant à 60,5 %.

### QUEL RÔLE POUR L'INDUSTRIE DES FONDS DE L'EUROPE CENTRALE DANS UNE UNION EUROPÉENNE ÉLARGIE ?

Vu l'importance encore limitée de l'industrie des fonds dans les pays adhérents, leur visibilité sur un marché unique élargi sera assez limitée aussi. On peut imaginer que certains fonds très spécialisés (par exemple les *Actions Europe Centrale*) seront distribués par le biais des branches ou des réseaux de leurs sociétés mères, autrichiennes ou allemandes, en Europe Occidentale. Mais les fonds établis dans ces pays seront surtout commercialisés dans les pays mêmes pour leurs propres habitants. En ce qui concerne le thème de l'intégrité de l'industrie, la situation est comparable à celle que connaissent les pays de l'UE : pour pouvoir tirer profit de l'image de marque du produit « OPCVM », l'industrie a tout intérêt à préserver son intégrité et à ne pas perdre la confiance de ses investisseurs.

L'autre question est bien sûr de savoir dans quelle mesure ces pays seront la cible des fonds provenant de « l'ancienne » Union en ce qui concerne leur commercialisation. À notre avis, ces pays n'auront pas beaucoup à craindre de ce point de vue. À court ou à moyen terme, il ne sera probablement pas trop intéressant de traduire un prospectus

- même simplifié - en langue nationale pour commercialiser un fonds dans un des pays dits « petits » avec des revenus de l'épargne plutôt limités. Mais la situation peut se présenter différemment dans les pays plus grands comme la Pologne, la Hongrie ou la République Tchèque.

Les questions concernant l'accès aux marchés se limitent donc à ces trois pays. En ce qui concerne la République Tchèque, sa législation semble bien fonctionner (en mars 2003, 30 sociétés de gestion étrangères ont commercialisé 671 fonds en République Tchèque<sup>6</sup>). La Hongrie a une nouvelle législation depuis l'année dernière qui doit encore faire ses preuves. Par contre en Pologne, aucun fonds étranger n'a été commercialisé au cours de la même période.

Un troisième point-clé pour le développement de l'industrie de ces pays sera sûrement le développement des systèmes de retraite. En Pologne surtout, la nouvelle législation sur les fonds de pension privés en 1999 a attiré l'attention des gérants de fonds en Europe Occidentale. La perspective de contributions pour un total de 15 Md€ environ d'ici 2005 a convaincu, non seulement les Européens, mais aussi les gérants d'AIG (USA) et de Zürich (Suisse), par exemple. Les fonds de pension dans les autres pays adhérents ont également vu un fort accroissement : la Hongrie, par exemple, dominée (exception faite d'OTP Bank) par les grandes compagnies d'assurances de l'Europe Occidentale, ou encore en République Tchèque où parmi les 14 fonds de pension, se retrouvent également les assureurs les plus connus.

Sans poursuivre dans le détail, force est de constater que les pays adhérents ne sont pas *terra nova* pour l'industrie des fonds de l'ancienne UE. Au contraire, dès la chute du rideau de fer en Europe Centrale, l'industrie des fonds de l'Europe Occidentale s'est fortement intéressée à ces nouveaux marchés à l'avenir prometteur. Cet engouement nous semble assuré et l'industrie de ces pays continuera à évoluer dans la bonne direction, c'est-à-dire vers une industrie où l'intérêt de l'investisseur est prioritaire.

Il nous semble aussi que ces pays ont besoin d'une industrie qui leur est propre, du moins jusqu'à ce qu'ils deviennent membres de « l'Euroland ». Après, attendons de voir la suite, mais l'Euroland d'aujourd'hui compte parmi ses membres des pays dits « petits » qui ont conservé leur industrie des fonds, souvent avec grand succès.

En ce qui concerne les pays plus petits de l'Europe Centrale, les pays Baltes, ils devraient envisager la création d'un groupement balte du type « Benelux », surtout en ce qui concerne les services financiers.

## NOTES

1. La FEFSI représente les intérêts de l'industrie des fonds d'investissement en Europe. Au travers de ses membres, qui sont les 15 pays de l'UE, Hongrie, Liechtenstein, Norvège, Pologne, République Tchèque, Slovaquie et Suisse, la FEFSI représente environ 900 sociétés de gestion, 41 000 fonds et 4 400 Md€ en actifs.
2. Directive 85/611/CEE ainsi que Directives 2001/107/CE et 201/108/CE publiées au J.O.C.E. du 13 février 2002, n° L 41.
3. Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières ;  
Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) ;  
Directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs ;  
Directive 89/298/CEE du Conseil du 17 avril 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières ;  
Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.
4. Cfr. les « FEFSI Standards » sur le site internet de la FEFSI ([www.fefsi.org](http://www.fefsi.org)).
5. Selon les statistiques de la FEFSI.
6. Selon « FERI European Fund Market Yearbook 2003 ».