COMPLIANCE

Textes *Sébastien Lambotte* ***Photos*** *Luc Deflorenne*

DES RÉGLEMENTATIONS À DIGÉRER

- Depuis la crise, les acteurs de l'industrie des fonds doivent faire face à des réglementations en cascade.
- Parce que leur impact n'est jamais négligeable, tous doivent s'adapter.
- Ceux qui parviendront à anticiper les évolutions en transformant leur business model pourront tirer leur épingle du jeu. Mais rien n'est moins simple...

La crise financière de 2008 n'a pas fini de faire ressentir ses effets. L'un d'eux réside dans la pression réglementaire accrue mise sur le secteur financier. Depuis quelques années, les acteurs de la finance sont en première ligne. Les réglementations se succèdent inlassablement, exigeant d'eux des adaptations permanentes. À un point tel qu'il n'est pas toujours évident de savoir sur quel pied il va falloir danser. *« On parle d'une avalanche réglementaire*, précise Ravi Beegun, *partner, head of investment management* au sein de KPMG. *Les législateurs, suite à la crise, ont pris les choses en main afin de rétablir la confiance, assurer une meilleure protection des investisseurs, obtenir plus de transparence. »*

Ces règles ont chacune leur dénomination, le plus souvent des acronymes. Il y a eu Ucits IV; Ucits V vient d'être votée et une consultation sur Ucits VI vient d'être entamée. On connaît Mifid, mais c'est Mifid II qui retient aujourd'hui toutes les attentions. Le secteur bancaire – et donc les banques dépositaires – a dû faire face à Bâle III. On peut également évoquer Prips ou encore la directive AIFM. Voilà pour les principales.

Derrière elles se cache encore toute une série de réglementations internationales ou nationales, répondant à des intérêts divers. Les nouvelles règles sont imposées à l'échelle nationale, européenne ou par des pays tiers, situés en dehors de l'Europe, exigeant des acteurs de s'adapter, encore et encore.

Tous peinent à suivre

Personne ne pourra dire que les autorités se soient contentées de crier au loup sans forcément prendre des mesures. Au contraire, elles en ont imposé plus d'une et continuent à réglementer. *« Nous avons radicalement changé de modèle de gouvernance. Avant la crise, celui-ci reposait sur l'autorégulation des acteurs de la finance, qui se fixaient des objectifs qu'ils entendaient atteindre plus ou moins rapidement, avec plus ou moins d'efficacité*, constate Nordine Garrouche, directeur-associé de NGR Consulting et administrateur d'Opexia. *Suite à la crise, la puissance publique a pris les choses en main à une échelle supranationale, avec une volonté d'aller vite, de changer un certain nombre de dispositifs rapidement. À un tel point que les régulateurs eux-mêmes peinent à suivre au niveau du parcours d'acceptation législatif et des délais de mises en application qu'ils se fixent. »*

Les acteurs, eux, suivent vaille que vaille, tentant de deviner ce que la prochaine législation va leur réserver. Une nouvelle réglementation a des incidences profondes sur les professionnels du secteur financier, qui doivent adapter leurs processus, leur organisation ou encore, le plus souvent, leurs systèmes IT pour répondre aux nouvelles exigences de gouvernance, de reporting ou de transmissions automatiques des données. *« Chaque nouvelle réglementation touchant de près ou de loin le secteur financier impacte l'industrie des fonds, que celle-ci soit directement ou indirectement concernée*, explique Gilbert Schintgen, directeur d'UBS Fund Management et membre du comité de direction de l'Alfi. *La difficulté, pour les acteurs d'un hub de distribution internationale des fonds comme le Luxembourg, est de mettre en place des infrastructures qui respectent la réglementation internationale ainsi que celles mises en place par les pays où nous commercialisons nos produits. »*

Les réglementations se suivent mais ne se ressemblent pas forcément. Et elles n'ont pas toutes le même objectif.

Cadence affolante

Les fonds luxembourgeois, en effet, sont commercialisés dans une cinquantaine de pays différents. Et force est de constater que, malgré les efforts des instances internationales pour arriver à une application cohérente des réglementations adoptées, leur mise en œuvre au niveau du droit de chaque État laisse encore place à quelques surprises. *« En la matière, on pourrait espérer, avec des objectifs simples, que soient proposées des règles simples à implémenter, pour éviter les divergences dans les interprétations. Mais la simplicité est rarement au rendez-vous*, précise Ravi Beegun. *Si chacun convient volontiers qu'il fallait plus de transparence ainsi qu'une meilleure gouvernance, et donc une réglementation qui va dans ce sens, les autorités n'ont pas toujours conscience de la complexité de mise en œuvre d'une réglementation ni de son impact sur le métier. »*

Certaines législations iraient-elles trop loin? La complexité et les coûts qu'elles engendrent pèsent sur les acteurs du secteur financier, et notamment sur la gestion et la commercialisation des fonds. Au final, ces investisseurs que l'on entendait protéger sont aussi pénalisés. *« Il est sans équivoque que la transparence sur les caractéristiques primaires d'un fonds est un élément essentiel dont doit disposer un investisseur quand il prend sa décision d'investir ou de rester investi dans celui-ci. Nous devons tout de même nous poser la question quant à la relation valeur ajoutée / coût d'implémentation de ces législations qui se succèdent à une cadence affolante. Il est vrai qu'avant la crise, la transparence n'était pas au niveau désiré, mais ce n'est sûrement plus le cas aujourd'hui. Aussi, nous nous trouvons face à une réglementation poussée, engendrant des frais importants pour les acteurs et impactant ultimement les investisseurs. Le risque que l'équilibre entre une protection adéquate des investisseurs et le coût du produit soit sacrifié sur l'autel d'une sur-réglementation est réel »*, explique Gilbert Schintgen.

En outre, les réglementations se succèdent, mais ne se ressemblent pas forcément. Chacune poursuit des objectifs spécifiques. Le problème est que, d'une réglementation à l'autre, l'harmonie n'est pas toujours au rendez-vous. *« Prenons l'exemple de produits tels que les dérivés: d'une législation qui a connu quatre versions et qui pourrait en connaître une cinquième. Prips, malgré cela, pourrait introduire une distinction entre les Ucits simples et les Ucits complexes. « Les produits tombant dans la deuxième catégorie ne pourront être vendus qu'à des personnes dont on est assuré qu'elles comprendront bien le caractère complexe du produit*, explique Ravi Beegun (KPMG). *Alors que les autres pourront être commercialisés auprès de tout le monde. »* Certains de ces produits éprouveront dès lors de plus grandes difficultés à être commercialisés. *« Aussi, la tendance, à l'avenir, sera peut-être à la simplification des produits, à une certaine standardisation, exigeant plus de volume aux dépens d'une personnalisation liée aux attentes des investisseurs. »* **S. L.**

PRIPS

Il y aura Ucits et... Ucits

La directive Prips, qui vise les produits d'investissement packagés de détail, devrait introduire une distinction entre les produits complexes et ceux qui ne le sont pas. Ucits, le produit phare de la Place luxembourgeoise, pourrait tomber sous le coup de cette distinction. Commercialisé à travers le monde depuis le Luxembourg, Ucits est déjà pourtant bien encadré par

LÉGISLATION

L'Europe, davantage «réglée»

On ne réglemente pas qu'en Europe. À travers le monde, le secteur financier se voit de plus en plus régulé. On constate cependant que les autorités au sein du Vieux Continent vont plus loin, imposant des exigences plus strictes et plus complexes à mettre en œuvre que les autres États à travers les autres continents. «*Il faut donc rester vigilant et s'adapter afin de rester compétitif autant aux yeux des investisseurs européens que sur les autres marchés*, précise Gilbert Schintgen (UBS Fund Management). *C'est d'autant plus important que l'on voit apparaître ailleurs, en Asie notamment, des produits similaires à ceux proposés par le Luxembourg.*» Au-delà des réglementations, le Luxembourg – en tant que centre de domiciliation et plateforme de distribution des fonds – doit aussi pouvoir innover en développant d'autres services, en améliorant son expertise. **S. L.**

«Les réglementations exigent souvent de procéder à d'importants changements dans l'appareil administratif et opérationnel.»

Gilbert Schintgen
UBS Fund Management

«La part des investissements due à la réglementation a augmenté au détriment du développement de services ou de nouveaux produits.»

Nordine Garrouche
Opexia

839

C'est, en milliards d'euros, les investissements nets enregistrés mondialement dans les fonds d'investissement en 2013, soit 1,3% de mieux que les 828 milliards de 2012. *(Source: Efama, avril 2014)*

lation à l'autre, on constate des différences de points de vue. Cela renforce, pour tous, les complexités à mettre en place les réglementations les concernant», poursuit le directeur d'UBS Fund Management.

Revoir les modèles

Aux réglementations internationales que chaque État doit adapter dans son droit national s'ajoutent celles établies par les législateurs nationaux, notamment en matière fiscale. L'industrie des fonds n'a pas d'autre choix que de mettre en œuvre les dispositions nécessaires afin de pouvoir commercialiser ses fonds dans les divers pays. Cela fait donc de nombreux paramètres à prendre en considération.

La performance des fonds en pâtit, la rentabilité des sociétés aussi. «*Face aux réglementations successives, tous n'ont pas été touchés de la même façon, tous n'ont pas réagi de la même manière*, précise Nordine Garrouche. *Selon les acteurs, et souvent selon leur taille, on a constaté un degré d'anticipation plus ou moins grand. Les nouvelles règles en vigueur se sont accumulées et ont un impact considérable sur le business model des sociétés et sur la chaîne de valeur. Ceux qui parviennent à établir un nouveau positionnement stratégique tenant compte de la nouvelle donne pourront en tirer avantage. Chacun doit faire preuve d'agilité, afin de réagir rapidement et de s'adapter, mais aussi afin de développer de nouveaux services pour d'autres maillons de la chaîne.*»

Les réglementations, de fait, exigent souvent de revoir le modèle opérationnel de l'entreprise, selon le métier, mais aussi selon la taille. Au-delà des coûts inhérents à leur mise en œuvre, l'application au quotidien des dispositions réglementaires pèse sur les marges, sur la structure de coûts. «*Elles touchent donc à la performance*, poursuit Nordine Garrouche. *Dans un marché compétitif, il est difficile de déterminer un cadre général sur la manière de bien appréhender une réglementation. C'est la plupart du temps en fonction de leur taille et donc de leur capacité à aborder une réglementation que les acteurs vont réagir d'une manière plutôt que d'une autre.*»

Un horizon à cinq ou dix ans

Les acteurs pour lesquels les coûts de production inhérents au respect d'une réglementation deviennent trop importants n'ont toutefois pas

23.790

C'est, en milliards d'euros, le total mondial des actifs des fonds d'investissement recensés fin 2013. La progression a été de 1,8 % au cours du dernier trimestre de l'année écoulée et de 7,3 % par rapport à fin 2012.
(Source: Efama, avril 2014)

118

C'est, en milliards d'euros, les investissements nets enregistrés pour janvier et février 2014 pour les fonds Ucits en Europe. C'est à peu près autant que le cumul des neuf mois précédents.
(Source: Efama, avril 2014)

« On pourrait espérer, avec des objectifs simples, que soient proposées des règles simples à mettre en œuvre. »

Ravi Beegun
KPMG

beaucoup d'options à envisager. Ou ils disparaissent, ou ils externalisent. On assiste donc à un mouvement de consolidation des acteurs du marché. « *Il faut donc envisager le coût de faisabilité de s'adapter aux réglementations, tout en sachant que celles-ci exigent souvent de procéder à d'importants changements dans l'appareil administratif et opérationnel* », précise Gilbert Schintgen.

Pour les acteurs importants, s'ils peuvent plus facilement digérer les réglementations au compte-gouttes, l'impact n'est pas pour autant négligeable. « *Sur les budgets d'investissement, la part occupée par la réglementation a considérablement augmenté au détriment du développement de services ou de nouveaux produits, de l'amélioration des processus ou de la commercialisation* », poursuit Nordine Garrouche.

Au-delà de la digestion pure et simple des réglementations, l'enjeu pour les acteurs est de pouvoir prendre du recul, afin de maintenir une position compétitive dans un marché en mouvement. « *Les modèles business et opérationnel vont changer. La réglementation implique plus de transparence. Cela aura des répercussions sur la manière dont les investisseurs vont préférer un produit ou un autre, et donc sur leur commercialisation*, explique Ravi Beegun. *Il faut donc prendre du recul, pouvoir imaginer un business model à un horizon de cinq ou dix ans, tenant compte des changements et des tendances initiés par les divers processus réglementaires.* »

Les modèles de distribution actuels pourraient être fondamentalement bouleversés. « *Quels seront les modèles de rémunération alternatifs qui se substitueront à la rémunération des distributeurs au moyen de rétrocessions? Les distributeurs vont devoir trouver d'autres modèles de financement ou disparaître. Or, dans la chaîne de valeur actuelle, ils ont un rôle de conseil important auprès de l'investisseur. On peut dès lors se demander si la réglementation n'aura pas un effet contraire à celui escompté* », commente Gilbert Schintgen.

Prendre du recul n'a rien d'évident, à une époque où chacun est le nez dans le guidon, accuse des retards dans l'implémentation des règles, à commencer pas les régulateurs eux-mêmes.

L'adoption dans les temps de chaque réglementation, désormais, exige un phasage précis et ne permet pas de prendre un peu de hauteur.

Où s'arrêtera cette pression réglementaire? Bien malin celui qui peut le dire. Aujourd'hui, les acteurs ne s'attendent pas à voir le bout du tunnel. Au contraire, la complexification réglementaire est croissante. « *Hier, les réglementations concernaient les produits avant tout. Aujourd'hui, leur mandat s'est élargi pour inclure les infrastructures ainsi que le rôle des acteurs tels que les sociétés de gestion* », explique Gilbert Schintgen.

Il faut donc s'adapter en permanence. Mais tout n'est pas noir pour autant. Si la chaîne de valeur se voit modifiée, des opportunités se créent aussi pour de nouveaux acteurs, de nouveaux métiers. « *La tendance à l'*outsourcing *va aller en grandissant*, commente Nordine Garrouche. *Car elle permet aux acteurs de bénéficier d'une plus grande agilité opérationnelle et d'adaptation, de bénéficier d'une mutualisation d'une partie des coûts inhérents à la réglementation.* »

Les modes de distribution des produits risquent bien de changer, intégrant des évolutions technologiques.