



## UNE SUPERVISION PLUS EUROPEENNE ET UNE MEILLEURE REGLEMENTATION SONT DES ELEMENTS CLES POUR CONSTRUIRE UNE VERITABLE UNION DES MARCHES DES CAPITAUX

Juillet 2021

L'achèvement de l'**Union des marchés des capitaux (UMC)** est, avec l'Union bancaire, un élément indispensable de la construction d'un marché unique des services financiers. C'est également une **condition préalable à une Union européenne (UE) forte et autonome, compétitive au niveau mondial**. Cela est d'autant plus vrai que l'UE post-Brexit est désormais un marché financier multipolaire et que les entreprises européennes ont un besoin essentiel de financement par le marché pour se redresser suite à la crise sanitaire.

Une **supervision européenne efficiente est la pierre angulaire de l'Union des marchés de capitaux**, de même que la mise en place d'un **corpus réglementaire unique (Single Rulebook)**. Toutefois, les précédentes tentatives législatives en faveur d'une supervision européenne plus intégrée n'ont malheureusement pas reçu un soutien politique suffisant de la part des États membres, malgré un large consensus sur la nécessité d'une application uniforme des règles dans l'ensemble de l'UE.

Alors que des efforts ont été déployés pour promouvoir la convergence en matière de supervision à l'aide des outils existants, il apparaît clairement que les exercices de convergence atteignent désormais leurs limites, notamment parce qu'ils dépendent largement des ressources des autorités nationales. Le marché de capitaux de l'UE a besoin d'une supervision harmonisée et unifiée, qui garantisse des conditions de concurrence équitables pour tous les acteurs du marché et élimine les possibilités d'arbitrage réglementaire. **Il est grand temps que les États membres transforment les déclarations d'intention en un soutien politique tangible à une supervision européenne harmonisée des marchés des capitaux**. Le moment est également venu de tirer les leçons des expériences législatives récentes et de remédier aux lacunes qui nuisent à la souplesse du processus législatif et empêchent la mise en place d'une meilleure réglementation des services financiers dans l'UE.

L'AMF se félicite que la Commission européenne ait identifié la « supervision » comme une priorité dans son nouveau Plan d'action sur l'Union des marchés des capitaux (UMC). Elle a répondu à la consultation publique correspondante le 21 mai 2021 [[https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-esas-review\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-esas-review_en)] et le présent document résume les principaux messages figurant dans la réponse de l'AMF à la Commission.

### □ Certains des outils de convergence de l'ESMA n'atteignent pas pleinement leurs objectifs

Il ne fait aucun doute que l'ESMA contribue fortement à l'établissement d'une culture de supervision commune et de pratiques convergentes en la matière, grâce aux outils et pouvoirs de convergence qui lui sont attribués par le règlement (UE) 2010/1095 (par exemple, les priorités européennes stratégiques de supervision, les revues par les pairs, les actions de surveillance communes, les fonctions de coordination etc.). Toutefois, **plusieurs outils se sont révélés inadaptés et devraient être repensés**, parmi lesquels :

- la **procédure de questions-réponses** : la nouvelle procédure de questions-réponses (Q&A) introduite par la récente réforme n'est pas efficace et entrave considérablement la capacité de l'ESMA à favoriser la convergence entre autorités nationales et la compréhension harmonisée du droit européen par les participants de marché. C'est le résultat de la nouvelle exigence selon laquelle l'ESMA doit transmettre à la Commission européenne les questions qui requièrent une interprétation du droit de l'Union. Cette disposition a créé un goulot d'étranglement, entraînant des retards importants dans la délivrance des réponses, ce qui est contre-

productif et va à l'encontre de l'objectif premier des Q&A, qui est de répondre rapidement aux questions pratiques d'application des règles, soulevées par les acteurs du marché ;

➤ **les « no action letters »** : les dispositions du Règlement régissant l'ESMA à cet égard ne sont en réalité pas celles d'une véritable *no action letter* telle qu'elle existe dans d'autres juridictions ; ces dispositions sont donc d'un intérêt très limité lorsque survient une difficulté à appliquer une règle particulière. En dotant l'ESMA d'un pouvoir d'émettre de véritables *no action letters*, il s'agirait pour l'ESMA d'être en capacité de suspendre temporairement l'application de règles lorsque celles-ci peuvent avoir des conséquences néfastes pour le bon fonctionnement du marché, la compétitivité de l'Union ou la protection des investisseurs. L'ESMA a besoin d'un outil juridique permettant d'éviter de se retrouver dans une impasse lorsque des dispositions spécifiques d'un texte législatif ou de ses textes d'application sont inapplicables ou nécessitent une coordination internationale ; la possibilité d'émettre des *no action letters* avec une portée européenne, similaires à celles utilisées aux États-Unis par exemple, fournirait des réponses ciblées et juridiquement solides dans ces cas spécifiques, tout en offrant aux acteurs européens des conditions de concurrence équitables avec les autres acteurs dans le monde. Une proposition concrète [\[https://www.banque-france.fr/sites/default/files/rapport\\_24\\_f.pdf\]](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/rapport_24_f.pdf) a été présentée par le Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris en 2018, qui mériterait d'être examinée par les colégislateurs.

## □ La convergence de la supervision est un exercice utile, mais elle atteindra bientôt ses limites

En l'absence de soutien politique suffisant pour centraliser davantage de pouvoirs de supervision entre les mains de l'ESMA, l'UE a choisi la convergence de la supervision comme approche « par défaut » pour favoriser une supervision européenne harmonisée et soutenir la construction d'une UMC. En raison de la fragmentation de la supervision entre les autorités nationales et d'un niveau inégal de mise en œuvre des règles européennes au niveau domestique, l'ESMA et les autorités nationales consacrent actuellement des ressources et des efforts considérables à des exercices de convergence chronophages (par exemple, des revues par les pairs, des actions de supervision communes).

Néanmoins, **la convergence en matière de supervision**, bien que positive et utile dans certaines situations, **ne saurait être le seul moyen pour l'UE de parvenir à une harmonisation de la supervision au niveau européen** à long terme. En pratique, elle ne peut être menée efficacement que sur un petit nombre de thèmes sélectionnés, car les autorités nationales ont des ressources et un temps limités à consacrer à ces exercices et ne peuvent se laisser détourner de leurs missions statutaires. La convergence de la supervision est par nature extrêmement chronophage et consommatrice de ressources, tant du côté des autorités compétentes nationales que de l'ESMA. Compte tenu de l'augmentation continue du nombre de textes de réglementation des services financiers, la convergence en matière de supervision atteindra rapidement ses limites, à moins que les ressources des autorités domestiques ne soient considérablement renforcées.

L'AMF estime que la convergence en matière de supervision n'est pas la meilleure option et n'est pas tenable à long terme, que ses limites doivent être reconnues et que, plutôt que de s'appuyer uniquement sur cette approche, **l'UE devrait envisager une évolution vers une supervision véritablement centralisée de certaines catégories d'entités et d'activités.**

## □ Une supervision européenne est pertinente pour un certain nombre d'entités et d'activités

Compte tenu des limites de la convergence de la supervision entre les 27 juridictions, **il serait souhaitable de donner davantage de pouvoirs de supervision à l'ESMA, pour certaines catégories d'entités qui ont une importance significative ou systémique et qui exercent des activités transfrontières dans l'UE.** L'ESMA devrait également être le candidat privilégié pour superviser directement des acteurs ou des activités auparavant non réglementés, que le

droit européen couvre pour la première fois. C'est le moyen le plus simple de garantir une surveillance harmonisée, au niveau de l'UE, des entités opérant dans différents États membres.

- S'agissant d'**entités réglementées dont l'activité présente une forte dimension transfrontière et dont la taille dépasse un certain niveau**, l'expérience montre que les divergences en matière de supervision entre les différentes juridictions de l'UE sont susceptibles d'avoir un impact défavorable sur l'efficacité globale de la supervision, de compromettre l'équité des conditions de concurrence au niveau européen et de nuire ainsi à l'efficacité du marché. Il serait bénéfique et justifié de transférer, des autorités nationales à l'ESMA, les pouvoirs d'agrément et de supervision de ces entités (par exemple, pour les chambres de compensation européennes, les dépositaires centraux de titres, les opérateurs de marché) ;
- Une supervision directe devrait également être conférée à l'ESMA chaque fois que l'UE décide de réglementer **une activité financière, une profession ou un type de produit financier qui auparavant ne l'était pas**. En pareil cas, il est logique de développer dès le départ une expertise réglementaire au niveau de l'ESMA. Par exemple, si un cadre européen devait être établi pour réglementer les fournisseurs de données, de notations et de services extra-financiers à l'avenir, il serait légitime de confier à l'ESMA les tâches d'agrément et de supervision des entités couvertes par ce cadre. De même, accorder à l'ESMA le pouvoir de superviser directement les offres publiques de crypto-actifs dans l'UE (examen des livres blancs) et les fournisseurs de services de crypto-actifs permettrait de réaliser des économies d'échelle évidentes pour toutes les autorités nationales et de concentrer l'expertise de manière efficace, dans l'intérêt européen commun.

Il convient enfin de souligner que, si certaines options nationales pouvaient être justifiées dans certains cas, leur réduction au minimum dans le cadre réglementaire concerné serait un prérequis au transfert de la supervision directe des activités/entités à l'ESMA.

## □ **La gouvernance de l'ESMA doit être revue pour assurer une dimension plus européenne du processus décisionnel**

Le cadre de gouvernance actuel de l'ESMA ne permet pas une objectivité, une efficacité et une indépendance totales, car la structure de gouvernance est composée principalement d'autorités nationales, tant au niveau du *Board of Supervisors* que du *Management Board*. De plus, seules les autorités nationales sont impliquées dans le processus décisionnel, la plupart des décisions étant prises au niveau du *Board of Supervisors* et par vote à la majorité simple.

Bien que certains aspects de la gouvernance de l'ESMA aient été ajustés dans le bon sens lors de la revue des textes régissant les Autorités européennes de supervision en 2019 (droit de vote du président ; abstention des membres du *Board of Supervisors* de participer aux discussions et au vote sur les questions qui pourraient être considérées comme préjudiciables à leur indépendance ; procédure spécifique concernant les revues par les pairs...), **il reste absolument nécessaire d'améliorer cette gouvernance pour renforcer la dimension européenne** du processus décisionnel. C'est une question de crédibilité pour l'Autorité européenne.

Le renforcement du rôle du *Management Board*, et de son indépendance, est essentiel dans cette perspective. En fonction des décisions à prendre, différents cadres décisionnels pourraient être établis :

- Les décisions relatives à la convergence en matière de supervision devraient être prises par un directoire indépendant composé de membres permanents (tandis que les travaux préparatoires pourraient être menés par des comités composés de représentants des autorités nationales). Les décisions concernant les entités sous la supervision directe de l'ESMA devraient également être prises par le directoire dans cette nouvelle composition, après avoir pris en compte les opinions de l'autorité nationale compétente.
- Toutes les autres décisions stratégiques devraient rester entre les mains du *Board of Supervisors* et être prises à la majorité qualifiée : cela couvrirait tous les travaux normatifs ou interprétatifs (standards techniques réglementaires (RTS) et d'application (ITS), avis techniques adressés à la Commission en vue d'actes délégués, lignes directrices, questions-réponses).

Enfin, la structure et la source du financement de l'ESMA doivent rester étroitement liées à sa gouvernance, et notamment aux modalités de vote (par exemple, si le vote à la majorité qualifiée est généralisé au niveau du *Board of Supervisors*, comme le préconise l'AMF, la participation au financement ne devrait pas être aussi lourde pour les membres disposant d'un vote de moindre pondération). Il est également important d'assurer une flexibilité suffisante, afin que l'ESMA soit en mesure de s'adapter rapidement aux évolutions du marché et de financer de nouveaux projets importants, afin de remplir correctement ses missions et de faire face à des pouvoirs de supervision accrus.

### □ Parallèlement, la finalisation d'un corps de règles véritablement uniforme exige une simplification et une plus grande cohérence

Le travail mené par l'ESMA lors de l'élaboration de standards techniques, de lignes directrices et de recommandations a contribué de manière très positive à l'harmonisation du corpus réglementaire européen. Toutefois, l'expérience pratique récente montre que ce bilan est nuancé par des délais déraisonnables fixés par les colégislateurs au Niveau I de législation, dans les habilitations données à l'ESMA pour établir les mesures de Niveau II; par une tendance à accumuler des détails excessifs dans le droit de l'UE ; ainsi que par l'absence d'un séquençement pertinent entre l'application des dispositions prévues dans les règlements et directives et celles prévues par leurs textes d'application, qui garantirait une application sans heurts des règles par les entités réglementées.

Plus généralement, il est important de **simplifier le processus normatif européen et de rationaliser la réglementation financière**. C'est là une condition d'efficacité du marché unique et de compétitivité de l'UE au niveau mondial. En pratique, il s'agirait de transférer des règlements/directives (dits 'de Niveau I') à leurs textes d'application (dits 'de Niveau II') certaines dispositions quantitatives, afin de permettre un recalibrage plus souple si le besoin s'en fait sentir à l'avenir. Les directives/règlements (de Niveau I) devraient se concentrer sur les principes généraux de la réglementation, tandis que les détails spécifiques relatifs à ces principes devraient être développés dans leurs textes d'application (Niveau II). Dans le même temps, les colégislateurs devraient s'efforcer de limiter l'inflation inutile des habilitations pour légiférer au Niveau II, et aucun travail ne devrait être entrepris au Niveau II s'il n'est pas clairement mandaté par la législation de Niveau I. En outre, l'agilité du droit européen serait grandement améliorée si l'application des dispositions de Niveau I était subordonnée à l'adoption préalable des dispositions connexes de Niveau II. Cela éviterait aux entités réglementées de devoir appliquer des exigences pour lesquelles les spécifications de Niveau II font encore défaut (comme cela s'est produit dernièrement). Cela éviterait également de devoir procéder à des ajustements rapides lorsque les actes délégués ne sont pas prêts à temps (cf. les précédents MIF II et PRIIPS).

Enfin, il est essentiel de **viser une harmonisation maximale des textes** et de minimiser les possibilités d'interprétations nationales divergentes. En effet, les directives (notamment celles d'harmonisation minimale) laissent aux autorités nationales de larges possibilités d'adopter des approches hétérogènes en matière de supervision. Les options nationales doivent être réduites au strict minimum et maintenues uniquement si elles sont dûment justifiées (par exemple, en cas de spécificités irréductibles du droit national). La présence dans les actes législatifs européens, d'options permettant aux États membres de décider d'opter ou non pour un régime particulier peut créer des obstacles à une harmonisation maximale dans l'UE, créant ainsi un potentiel de « *forum shopping* » (arbitrage réglementaire) pour les acteurs de marché. Le choix de règlements plutôt que de directives devrait être systématisé par la Commission à l'avenir, en particulier lorsqu'il s'agit de réguler des produits financiers bénéficiant d'un passeport européen, car des mises en œuvre divergentes par les États membres sont susceptibles de nuire au marché unique européen (par exemple, les règles relatives aux produits OPCVM).

Les propositions ci-dessus sont conformes aux principes d'une meilleure réglementation et, si elles sont adoptées et mises en œuvre avec diligence par les institutions européennes, elles contribueraient grandement à renforcer la compétitivité du marché unique européen, ainsi que la souveraineté et l'autonomie de l'UE.