

Matinale du 15 novembre 2023

Natasha Cazenave, Directrice Exécutive de l'ESMA

La protection des investisseurs est pour l'ESMA un enjeu stratégique, et même davantage : comme l'indique son règlement fondateur, c'est le cœur même de la mission de l'institution et son ADN. Nous avons quand même choisi, avec la Présidente Verena Ross, d'inscrire cette thématique dans notre plan 2023-2028 comme une priorité stratégique pour déployer encore plus d'efforts pour aboutir à des actions concrètes. Ce n'est pas un chantier facile : il ne faut pas se perdre dans des détails réglementaires et surtout ne pas oublier que la finalité de la protection des investisseurs est qu'ils aient accès aux opportunités d'investissement dont ils ont besoin pour financer leur retraite ou pour d'autres motifs, sur la base d'une information leur permettant de prendre des décisions éclairées et de qualité.

L'objectif de l'UE a toujours été d'avoir un haut niveau de protection des investisseurs, et l'ESMA adhère totalement à cette ligne stratégique politique, qui est aussi un fil conducteur pour le projet d'intégration et de fonctionnement efficace des marchés dans l'intérêt des citoyens. C'est aussi bien sûr une condition nécessaire à la confiance, sans laquelle il ne peut y avoir de marchés efficaces, et une condition, finalement, de la mobilisation de l'épargne et en particulier celle du grand public pour le défi énorme du financement de la transition vers une économie plus durable.

L'ESMA a défini trois priorités stratégiques - favoriser l'efficacité des marchés et la stabilité financière, développer une culture de la supervision efficace à travers l'ensemble de l'Union, et renforcer la protection des investisseurs de détail - et deux thématiques transversales qui sans surprise sont l'accompagnement de la transition vers une économie durable et la facilitation de l'innovation technologique et de l'utilisation efficace des données disponibles.

Parmi les trois grands axes que nous regardons en considérant la protection des investisseurs, le premier est d'assurer le bon fonctionnement du marché unique. En tant qu'autorité européenne, nous souhaitons que l'investisseur ait le même degré de protection où qu'il se trouve au sein de l'union des marchés. Cela signifie qu'il faut que l'expérience de l'investisseur - l'investor journey ou l'investor experience - puisse être la même quel que soit le pays. C'est un grand défi : nous n'y sommes pas, mais cela fait partie des objectifs.

Deuxième axe, être capable d'embrasser l'innovation, ne pas en avoir peur, mais être réaliste sur les nouveaux risques qu'elle présente. Cela implique de nombreuses interrogations, par exemple sur l'activité des néo-brokers, ou la réalité des réseaux sociaux avec notamment le volume d'information et l'action des influenceurs, et de façon plus générale sur les risques et les modalités d'accompagnement de ces évolutions. Et cela implique inversement de saisir les opportunités que cela présente, parce qu'on a maintenant les moyens de simplifier, de communiquer avec les investisseurs d'une manière plus pertinente avec des outils digitaux bien plus simples et plus efficaces que les documents en petits caractères.

Troisième axe, responsabiliser l'investisseur ce qui signifie s'assurer qu'il a le degré d'information suffisant pour prendre des décisions éclairées, que l'éducation financière lui permet de comprendre les concepts clés comme l'articulation rendement-risque ou la diversification, et qu'il a ainsi la capacité de s'investir de manière efficace

dans la décision. Cela aussi représente un énorme chantier pour l'ESMA et implique de développer une communication claire qui, pour qu'elle fonctionne et résonne, exige que l'investisseur de son côté soit outillé et qu'il comprenne ce qu'on lui présente.

L'intervention sera articulée en trois temps. Un premier temps pour rappeler notre rôle dans ce domaine, les grandes priorités et quelques actions que l'on souhaite prendre de manière générale sur cette priorité stratégique de protection des investisseurs de détail. Ensuite, deux focus. Un premier sur l'enjeu des cryptoactifs spécifiquement, notamment à l'approche de l'entrée en vigueur de MiCA, et les défis que présente leur développement. Le second focus est sur la finance durable et nos actions pour essayer de répondre à une attente très forte des investisseurs dans ce domaine : comment nous accompagnons et essayons de prévenir les risques, notamment d'écoblanchiment ou greenwashing pour, encore une fois, garantir la confiance des investisseurs et être sûr de mobiliser cette épargne.

Sur le rôle de l'ESMA, la première chose qu'il faut absolument rappeler, c'est qu'elle n'est pas seule sur cet enjeu en particulier, mais qu'il s'agit d'un travail complet en étroite collaboration au quotidien avec l'ensemble des autorités nationales compétentes. Sur la protection des investisseurs, ce sont les autorités nationales qui sont en réalité les plus proches : quelque soient les initiatives de protection, une fois qu'un investisseur dans un pays donné est confronté à une difficulté ou une perte, il va se retourner vers son autorité nationale, et il est très important que nous soyons capables d'articuler nos actions efficacement.

Concrètement, notre action principale depuis la création de l'ESMA est l'harmonisation des règles de manière que nous ayons tous le même dispositif et la même interprétation des règles européennes. Il faut pour cela aller dans un assez grand niveau de détail, parce que si l'on s'en tient aux seuls principes l'articulation est beaucoup plus difficile. Le seul moyen d'assurer une convergence est d'avoir des règles harmonisées, ce qui représente un énorme travail, de niveau 2 et de niveau 3, l'objectif encore une fois étant un niveau de garantie uniforme à travers les différents pays de l'Union et la fourniture d'une information pertinente. Nous sommes constamment à la recherche de cet équilibre : de quelle information l'investisseur a-t-il besoin ? Est-elle suffisamment claire et pertinente ? Ni trop, ni pas assez : c'est un débat permanent. On n'y est pas encore, mais nous continuons d'essayer. Il faut donc que les professionnels nous aident à trouver cet équilibre délicat.

Un autre enjeu très fort pour l'expérience de l'investisseur où qu'il se trouve, c'est ce qui est fait autour de l'activité transfrontière. On fait chaque année de la collecte de données pour comprendre quels services sont passeportés, qui sert qui, sur quel type d'activité, et nous avons des surprises par moment sur quels sont les hubs, les homes, les hosts. Et dans ce domaine-là, nous essayons toujours de renforcer notre compréhension et d'accompagner. Parmi nos actions, nous avons présenté une peer review extrêmement instructive révélant en particulier que personne n'est très attentif aux services exportés : toutes les autorités font très attention à leurs investisseurs, mais regardent un peu moins quand il s'agit de superviser un acteur fournissant des services dans un autre pays. Ceci est problématique puisque le fondement même du marché unique, c'est la confiance entre autorités : à partir du moment où il y a un agrément dans le pays home, on estime que cet acteur peut proposer ses services dans tous les pays du monde. Sur cet enjeu crossborder, il y a énormément encore à faire pour être certains qu'il y a une mise en œuvre rigoureuse, et ceci est central sur le fonctionnement même du projet européen.

Le deuxième pilier, c'est évidemment la cohérence dans la supervision. Tous les pays ont les mêmes règles, mais

encore faut-il qu'elles soient appliquées de la même manière. Cela fait aussi partie de nos priorités stratégiques d'intensifier les efforts pour mettre autour de la table, non pas uniquement ceux qui écrivent les règles, mais vraiment ceux qui les font vivre au quotidien - les superviseurs des autorités nationales - que l'on les réunit régulièrement pour étudier des cas pratiques et actions concrètes. Nous avons mis en place différents outils, dont les CSA (Common Supervisory Actions), des actions axées sur les mêmes sujets, les mêmes attentes et le même moment, chaque autorité échangeant avec son marché national sur la base de questions uniformes pour discussion ensuite entre pairs, identification des leçons, puis actions communes mobilisant les équipes de supervision. Il y a aussi l'outil, utilisé avec parcimonie parce qu'il est très lourd bien qu'extrêmement important, de l'intervention produit (product intervention) consistant en l'interdiction de la commercialisation d'un produit si nous estimons à un moment donné qu'il pose problème parce qu'on n'est pas capable d'encadrer correctement sa commercialisation dont qu'on estime qu'elle se fait au détriment des investisseurs. Cette mesure extrêmement forte a été utilisée pour les CFD, les options binaires, et pourrait si besoin être utilisée dans le domaine des cryptos.

Toujours dans ce rôle général de l'ESMA sur la protection des investisseurs, il y a évidemment des choses qui bougent. Il y a donc notamment cette proposition de la Commission européenne sur la stratégie pour les investisseurs de détail : c'est un projet central que l'ESMA soutient totalement dans son objectif d'essayer de mieux faire pour s'assurer que les investisseurs sont accompagnés, comprennent ce qu'on leur propose et sont capables d'acheter des produits répondant à leurs besoins. L'ESMA suit cette initiative de très près puisqu'elle sera probablement amenée à contribuer à certaines actions notamment sur le concept de « value for money » ou sur les benchmarks.

En ce qui concerne la digitalisation, beaucoup de travail a été fait, notamment la fourniture d'avis techniques à la Commission Européenne sur la façon d'utiliser ces nouveaux outils et canaux de communication de manière efficace. Nous avons proposé par exemple le concept de layering consistant à fournir une information de manière séquencée à l'investisseur : d'abord l'information essentielle puis progressivement les informations suivantes en fonction de ce qu'il cherche, plutôt que le noyer immédiatement dans une dizaine de pages intégrant un jargon technique. Nous avons aussi la capacité aussi d'utiliser des outils beaucoup plus user friendly, agréables à regarder et faciles à manipuler et permettant de comprendre : tous les services du quotidien passant aujourd'hui par smart phone, pourquoi les services financiers en resteraient-ils au papier ? Nous allons essayer également avec l'aide des autorités nationales de développer une sorte de dashboard des indicateurs de risque spécifiques aux investisseurs particuliers et de les suivre dans le temps pour pouvoir conduire des actions ciblées pertinentes là où on identifie des besoins plutôt que théoriser là où les besoins pourraient se situer. Notre board nous a autorisé à utiliser les données de transactions disponibles dans MiF, qui constituent une base extrêmement riche. C'est extrêmement important à notre sens parce que rien ne tient si l'investisseur ne comprend pas ce qu'on lui donne : on peut changer les formats ou le contenu, mais si l'investisseur ne comprend pas, on n'y arrivera pas. C'est évidemment un débat qui dépasse totalement les seules autorités de régulation, mais il faut que nous y contribuions pour notre part. Comment peut-on comprendre le comportement des investisseurs, s'adapter, alerter ? Peut-être que, par exemple, publier une alerte sur le site de l'ESMA n'est pas le meilleur moyen de toucher la cible des nouveaux investisseurs. Nous essayons d'investir les réseaux sociaux pour comprendre leur fonctionnement, en coordination avec les autorités nationales dans l'optique de s'assurer que l'investisseur comprend au minimum les concepts clés de rendement, risque, diversification, ou inflation.

En ce qui concerne les cryptos, je suis sûre qu'on s'est tous demandé : qu'est-ce que c'est, est-ce que vraiment

cela va prendre ? est- ce que c'est un truc de geek ? cela va-t-il durer ? Est-ce que donc ça vaut la peine d'investir ? Force est de constater que l'investissement en crypto n'est pas du tout anecdotique. C'est un domaine extrêmement répandu et de portée mondiale. La proportion des citoyens qui ont, même pour des sommes modestes, investi en crypto ces dernières années est absolument remarquable : entre 8 et 10 % de la population est investie en crypto dans les pays européens, davantage encore aux États-Unis. Comme pour les investissements en actions, c'est 7% et que ne cela bouge pas, et qu'en crypto, on est déjà passé à 10 % en quelques années. J'espère que ce n'est pas parce que MiF est extrêmement lourd pour les instruments financiers alors que l'on n'a pas encore MiCA pour les cryptos et qu'ainsi c'est plus facile. L'étude réalisée récemment par l'OCDE pour le compte de l'AMF indique que 9% des Français et 25 % des investisseurs détiennent des actifs en cryptos, ce qui est énorme. Quand on regarde les nouveaux investisseurs, c'est- à- dire ceux qui ont investi depuis le Covid, ce sont 54% qui ont investi en cryptos, et dans cette population de nouveaux investisseurs, 11% n'ont que des cryptos et ne sont donc pas diversifiés. Il serait intéressant d'étendre cette étude à d'autres pays européens.

La communauté des régulateurs est très occupée par le risque crypto parce qu'elle est garante de la confiance. On a vu avec la bulle Internet de 2001 les effets dévastateurs de la perte de confiance pour toute une génération d'investisseurs ayant perdu de l'argent et ne sont pas revenus sur les marchés. Chacun est libre d'investir comme il veut, mais il est très important pour nous d'avoir la capacité d'accompagner, d'expliquer les risques pour éviter que derrière il y ait des effets plus pérennes sur les marchés. Pour l'ESMA, la problématique se situe à plusieurs niveaux. Un, de faire comprendre que ces actifs présentent des risques particulièrement élevés, avec une volatilité très forte et la possibilité de perdre de manière substantielle l'investissement. Il faut que l'investisseur soit conscient du risque de perte. Aujourd'hui, en l'absence de MiCA qui n'est pas encore en application, il n'y a pas de recours à une protection comme il y en a dans le monde traditionnel. MiCA fait partie du paquet digital européen avec DORA pour la résilience opérationnelle, et DLT pour tout ce qui est blockchain ou plutôt tout ce qui est wholesale infrastructures. MiCA, avec un objectif largement d'ailleurs inspiré du modèle français du régime PSAN, est un nouveau régime qui va distinguer trois types d'actifs : les ART - les token indexés sur des actifs -, les electronic money tokens ou monnaie électronique, et ensuite les jetons qui ne sont ni l'un ni l'autre, donc les cryptoactifs. MiCA va encadrer les règles d'émission de cryptos et toute la fourniture de services en cryptoactifs. Il y a enfin l'introduction d'un régime similaire à Abus de marché, qui est pour nous très intéressant, parce que ça va nous permettre de monitorer aussi comment se passent les transactions, de pouvoir éventuellement intervenir si on observe qu'il y a des comportements inadaptés. Le texte a été publié au JO en juin 2023, et nous le voyons vraiment comme une étape essentielle pour s'assurer qu'on a enfin un cadre clair, adapté, auquel on peut se référer pour l'univers des cryptoactifs.

En revanche, ça ne résout pas tout, et les risques demeurent. Il y a le risque de volatilité - c'est un actif très spéculatif - mais aussi des risques nouveaux par rapport au monde traditionnel, notamment des risques de cybersécurité et d'autres risques opérationnels. Pour nous, il est important que l'investisseur comprenne parfaitement à quoi il s'est exposé. Cela implique différentes choses. Au niveau de l'ESMA, la première chose, ce sont des alertes, avec la difficulté de toucher les personnes. Deuxièmement, on a tout un paquet de dispositions à clarifier, donc les mesures de niveau 2 : nous avons organisé plusieurs paquets de consultations, au mois de juillet sur tout ce qui était agrément, en octobre sur un deuxième volet, et au premier trimestre 2024 sur notamment la qualification instrument financier versus crypto. Le troisième volet, c'est le single rule book, tout ce paquet de mesures de niveau 2 qu'on doit produire, mais aussi tout ce qui est convergence : nous voudrions vraiment, puisque c'est un nouveau régime, nous assurer autant que possible que ex ante on établit une vision harmonisée au sein de l'Union. Ce n'est pas facile mais nous travaillons beaucoup avec les autorités

nationales sur différentes mesures très concrètes, et ceci dès l'agrément : nous demandons aux autorités de partager les informations qu'elles ont sur les agréments, notamment pour éviter que ces acteurs qui se promènent de juridiction en juridiction puissent essayer de faire un arbitrage réglementaire.

La transition sur MiCA représente un enjeu supplémentaire. Entre la publication au JO et l'entrée en application fin décembre 2024, les protections ne sont pas encore là. Le texte prévoit en outre un dispositif supplémentaire de 18 mois pour les acteurs qui sont déjà en opération à la date d'entrée en application : ainsi, potentiellement jusqu'en juillet 2026, on pourrait avoir encore des régimes nationaux, ce qui pour nous n'est pas souhaitable car cela crée de la fragmentation et des possibilités d'arbitrage. Dans ce cadre, nous avons publié récemment deux textes assez forts : une lettre à l'ECOFIN pour demander aux États membres de désigner les autorités compétentes sur ce texte et de limiter cette période de transition si possible à 12 mois, et une déclaration dans laquelle nous rappelons l'ensemble de ces risques, les questions que les investisseurs doivent se poser, et l'importance de la convergence. Il faut rappeler que même si les régimes nationaux pourront perdurer, il n'y a pas de passeport dans un agrément MiCA. Par ailleurs, le régime reverse sollicitation de MiCA inspiré de MiFID est très dur et sera interprété strictement : il n'y a pas de service pouvant être fourni au sein de l'Union à partir d'un pays tiers, sauf à pouvoir démontrer explicitement que c'est vraiment à la demande de l'investisseur de l'Union ; il faudra vraiment limiter au maximum cette capacité pour être sûrs qu'on a des acteurs ou services dûment agréés et supervisés. Le domaine des cryptos est ainsi pour l'ESMA un enjeu tout à fait majeur pour la protection des investisseurs.

Je passe au troisième volet, celui de la finance durable, avec quelques chiffres tout d'abord. Premièrement, les fonds qui se déclarent art. 8 ou art. 9 représentent 50% de l'univers des fonds européens ; pour les données Morningstar qui ont leur propre définition, on est sur 20 % de fonds durables, ce qui est tout de même également très significatif. Si on regarde maintenant ce que disent les investisseurs, une étude publiée par 2 Degrees Investing indique que 60 % des investisseurs particuliers interrogés fin 2021 ont des objectifs mixtes : ils veulent un rendement financier, mais aussi un investissement durable, et ils ne les opposent pas. Selon une étude de l'AMF publiée en juillet dernier, 66 % des investisseurs français attachent de l'importance au développement durable et 75 % considèrent important l'impact des investissements sur l'environnement. C'est là aussi le constat d'une conscience très forte de l'enjeu de durabilité par les investisseurs. En parallèle, on a des informations contraires avec des inquiétudes des investisseurs sur les risques de greenwashing. Dans cette même étude de l'AMF, les investisseurs de détail se disent en effet freinés par le risque de greenwashing, 36 % identifiant la peur du greenwashing comme une des principaux obstacles à un investissement responsable ou durable. Un autre indicateur un peu déprimant est le baromètre de l'EIOPA qui révèle que 63 % des consommateurs ne font pas confiance aux affirmations en matière de durabilité. Il reste ainsi beaucoup à faire pour restaurer la confiance sur l'information. C'est le rôle de l'ESMA de s'assurer que l'information communiquée est claire, de qualité et répond aux attentes. En mai 2023, les trois autorités européennes de supervision ont publié chacune un rapport d'avancement sur le greenwashing. Les analyses de l'ESMA montrent que ce risque est présent sur l'ensemble de la chaîne d'investissement : ce n'est pas un problème situé surtout au niveau des émetteurs qui ne produiraient pas des informations fiables, ni particulièrement au niveau des indices, ni spécifiquement au niveau des sociétés de gestion, ni au niveau de la distribution, mais à chacun de ces niveaux où à chaque fois il y a un problème de décalage entre l'affirmation et la capacité à la soutenir. On espérait pouvoir identifier peut-être une ou deux zones sur lesquelles il fallait se mettre en ordre d'action de manière prioritaire, mais ce n'est pas le cas.

Avant tout, c'est un problème de conduite. Si on n'est pas capable d'étayer correctement des affirmations, il ne faut pas les exprimer, malgré les arguments de pression commerciale. Mais ce n'est pas le seul problème. On a identifié une multitude de sujets qui font qu'en réalité le greenwashing est assez structurel : d'abord une question d'expertise, les problèmes au niveau de la distribution étant liés au fait que les conseillers ne sont pas encore parfaitement formés ; une autre difficulté beaucoup remontée est la difficulté d'accès à l'information : comme il s'agit d'une matière non encore complètement normée, on peut avoir pour un même émetteur des informations contradictoires.

Il y a des défis pour nous, les régulateurs et superviseurs, sur notre capacité à effectivement superviser et à s'assurer qu'on intervient lorsque les allégations sont décalées par rapport à la réalité. Il y a un sujet au niveau de l'investisseur et de sa capacité à comprendre car on a créé un nombre aberrant de termes technique aberrant. L'ESMA est par exemple responsable des standards techniques SFDR sur tout ce qui est régime de transparence, et s'évertue à rendre intelligible l'articulation et les nuances entre la taxonomie, l'investissement durable, les principal adverse impacts et le do no signifiant harm. On est également dans un univers où le cadre réglementaire lui-même est mouvant : il est complet puisqu'on a essayé d'avancer très vite sur beaucoup de sujets, mais cel ne s'articule pas très bien avec des définitions qui ne sont pas parfaitement identiques et continuent à évoluer.

En 2022, l'ESMA a identifié la transparence de l'information ESG comme une de ses priorités stratégiques sur laquelle viennent se greffer toute une série d'actions concrètes. Par exemple, les actions de supervision coordonnées. Ce qui est important avec cette priorité de supervision, c'est qu'elle se décline ensuite dans les priorités nationales des autorités. Si, au niveau européen, on est tous d'accord pour dire l'information ESG est une priorité de l'Union, toutes les autorités nationales incorporent cette priorité dans leurs priorités nationales et vont les décliner. Chaque fois qu'on fait des tests auprès des investisseur, quels que soient nos efforts, on constate que cela reste très compliqué. C'est quelque chose sur lequel il faut encore travailler. Nous devrions publier dans le mois de novembre une fiche d'information avec les autorités de l'assurance et de la banque pour rendre certaines notions intelligibles. J'espère que l'on pourra l'investisseur au travers de différents relais pour faire passer cette information.

Je voulais parler en quelques mots du cadre réglementaire spécifique de ce domaine de la finance durable. On a créé très vite, très fort un cadre au niveau de l'Union. On dit souvent qu'il y a un leadership dans ce domaine au niveau de l'Union, mais on rencontre aussi des difficultés avec l'ambition qu'on a mise à un niveau élevé. C'est important que nous soyons capables de l'articuler pour avoir des règles uniformes et équitables, et une sécurité juridique. Nous voyons que nous avons plusieurs textes à mieux articulés. Nous accueillons ainsi très favorablement la proposition de la Commission européenne de revoir SFDR et nous allons essayer de contribuer à cette réflexion pour apprécier dans quelle mesure le cadre répond aux besoins. L'ESMA a là un rôle de conseil technique auprès de la Commission. Concrètement, nous publierons notre rapport final sur le greenwashing au mois de mai 2024 : nous y finaliserons nos constats, notamment en termes de supervision sur le terrain, et formulerons quelques propositions d'évolution du cadre réglementaire.