

EUROPE 2014-2019

OBJECTIFS :
CONVERGENCE
ET CROISSANCE

ÉDITO

Quels sont les enjeux pour la législature 2014-2019 ? Après une période d'intense production normative qui a profondément modifié le paysage législatif européen et les pratiques de marché, les défis auxquels les décideurs européens devront s'attaquer dans les cinq prochaines années seront tout autant décisifs. Assurer la mise en œuvre



cohérente et poursuivre les efforts d'harmonisation des cadres réglementaires au sein de l'Union, développer des mesures favorisant une croissance durable et œuvrant pour la compétitivité de l'Union, agir pour le financement de l'économie réelle sont des objectifs prioritaires. C'est en assurant la mise en œuvre effective et harmonisée des réformes que nous venons de conduire que nous pourrons redonner un nouvel élan à l'Union européenne en replaçant la finance au service de l'économie.

Pour répondre à ces enjeux, nous avons décliné une stratégie en deux objectifs et dix-huit actions qui permettront à l'Union européenne, nous en avons la conviction, de disposer d'un cadre réglementaire cohérent, de s'affirmer sur la place financière mondiale et de redonner aux citoyens et aux entreprises le goût d'investir et d'entreprendre. Dans ce document, je vous invite à découvrir ce que sont, pour l'AMF, les défis à relever et les pistes à explorer pour l'approfondissement et la compétitivité du marché unique européen.

Gérard Rameix

Président de l'Autorité des marchés financiers

ASSURER LA CONVERGENCE DES RÈGLES ET DE LEUR MISE EN ŒUVRE

La finalisation du vaste chantier de réformes initié il y a plus de cinq ans par le G20 se profile. Le cadre législatif européen a été profondément modifié. De très nombreux textes ont été adoptés et certains donnent lieu, encore aujourd'hui, à la mise au point de textes d'application ; il en est ainsi tout particulièrement des textes en matière de marchés d'instruments financiers (MIF II). Il convient maintenant de veiller à la bonne mise en œuvre du corpus de règles communes désormais en place, qui ne vaut que s'il est appliqué effectivement et de manière harmonisée, et ce dans l'objectif de préserver la stabilité financière, la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés sur une base de concurrence équitable.

●●● ASSURER LA MISE EN ŒUVRE EFFECTIVE ET HARMONISÉE DES RÈGLES EUROPÉENNES

La mise en œuvre effective et harmonisée des réformes, la convergence des interprétations et l'émergence d'une culture commune en matière de supervision sont cruciales pour la réalisation du Marché intérieur et la garantie d'une concurrence équitable au niveau européen. À cette fin, les législateurs européens ont confié à l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) un rôle central. L'ESMA doit donc remplir son rôle au mieux et utiliser pleinement les pouvoirs qui lui ont été conférés.

Mieux intégrer l'ESMA dans le processus législatif européen

La consultation de l'ESMA dans le processus d'élaboration des actes législatifs est de nature à renforcer la cohérence entre les principes énoncés dans ces actes et les mesures de mise en œuvre. Lors de l'élaboration de la réglementation, il est essentiel que les législateurs européens identifient clairement ce qui relève de décisions politiques ou techniques, afin d'éviter de repousser dans des actes non législatifs les décisions qui n'auront pas été prises au niveau politique. En outre, les législateurs européens devraient limiter et encadrer strictement les exceptions et les options nationales. À défaut, les objectifs qu'ils poursuivent, notamment de convergence, risquent de ne pas être atteints.

Mettre en œuvre les outils juridiques de convergence

Une application effective et convergente des standards et des textes passe aussi par une entente commune quant à leur portée. De vastes pouvoirs ont été conférés à l'ESMA : promulgation de mesures d'urgence, de recommandations en cas de violation du droit de l'Union ; élaboration d'orientations, d'avis et de questions-réponses ; examens par les pairs (*peer reviews*) ; médiation. Il importe que l'ESMA utilise tous ses pouvoirs : l'efficacité du droit communautaire ne peut être assurée que par l'action d'une agence européenne qui sait le faire respecter dans l'intérêt général.

Relever le défi de la surveillance au niveau de l'Europe

Les enjeux liés aux outils de surveillance et notamment informatiques revêtent une importance cruciale. Les autorités nationales compétentes et l'ESMA doivent se doter d'outils de surveillance communs et développer des outils mutualisés, notamment pour le traitement et le partage de données. La qualité des données de marché déclarées aux autorités doit être améliorée et des pratiques communes pour l'utilisation de ces données doivent être développées. Enfin, la coopération dans la supervision des opérations transfrontalières au sein de l'Union doit être renforcée afin de résoudre des problèmes tels que celui de la commercialisation sur internet de produits financiers très risqués (instruments négociés sur le Forex, CFDs).

Les autorités nationales compétentes doivent également développer une culture de supervision commune. À titre d'exemple, il est indispensable de faire converger les pratiques de supervision des régulateurs pour mieux garantir la cohérence de l'information comptable et financière, en particulier lors des introductions en bourse.

●●● FAVORISER LA TRANSVERSALITÉ, LA COHÉRENCE ET LA STABILITÉ DES RÈGLES EUROPÉENNES

L'urgence dans laquelle la législation a été adoptée afin de répondre efficacement à la crise a parfois entraîné un empilement de mesures dont l'application peut difficilement se combiner ou met en concurrence des régimes juridiques différents. Des incohérences ou des lacunes peuvent se révéler lors de la phase de mise en œuvre des réformes. L'efficacité de la législation européenne dans son ensemble s'en trouve affectée.

Lancer un exercice de bilan et de mise en cohérence des règles déjà adoptées

Après cinq années d'intense production normative, il est utile de s'assurer de la cohérence d'ensemble de l'effort accompli en engageant un bilan technique permettant de remédier aux problèmes de mise en œuvre de textes parfois difficiles à concilier. Par exemple, il faut rapprocher et rendre compatibles des définitions qui couvrent des pratiques de marché différentes. Ainsi, la définition de la titrisation, celle de la réutilisation de garanties financières, ou encore celle de la tenue de marché méritent d'être clarifiées dans un souci de plus grande cohérence et transparence, de protection accrue des investisseurs et afin de limiter les pratiques à risques.

Adopter une approche transversale dans la confection des nouvelles règles

Dans l'élaboration de la législation, il importe d'adopter une approche transversale permettant de rapprocher et de rendre compatibles entre elles des règles applicables à différents secteurs (bancaire, marchés et services financiers,



assurance). À titre d'exemple, cet effort doit porter sur les règles de commercialisation de produits financiers comparables, destinés à la clientèle de détail, qui sont aujourd'hui régulés de manière sectorielle (assurance/marchés financiers).

Promouvoir la stabilité et la qualité de la norme

Des délais réalistes doivent être prévus pour la préparation des projets de normes techniques et pour la révision des textes adoptés. L'élaboration de réponses proportionnées et pertinentes à des défis souvent très complexes nécessite du temps, y compris pour une consultation appropriée des acteurs et utilisateurs des services financiers. De plus, il est impératif de laisser aux mesures le temps de produire leurs effets, avant de procéder à l'évaluation de leur impact en vue d'une éventuelle révision.

●●● PROMOUVOIR LA PLACE DE L'UNION EUROPÉENNE DANS UN MONDE MULTIPOLAIRE

Dans un contexte où la globalisation des marchés et leur interconnexion nécessitent une mise en œuvre et une supervision cohérentes des réformes au niveau international, l'Union doit continuer d'affirmer son rôle sur la scène internationale. Il importe de défendre la compétitivité des activités financières européennes et de veiller à ce que la convergence internationale ne se fasse pas aux dépens de l'intérêt général européen.

Promouvoir la reconnaissance mutuelle des cadres réglementaires

Il faut permettre aux acteurs européens de développer leur activité à l'international sur la base d'une concurrence équitable en plaidant pour une approche reposant sur la reconnaissance mutuelle des cadres réglementaires. À ce titre, il est indispensable de résoudre rapidement la question de l'application transfrontière des réglementations, s'agissant notamment de la finalisation des réformes relatives aux dérivés de gré à gré (OTC). Les efforts du Conseil de stabilité financière (FSB) et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) pour assurer un niveau de détail suffisant dans leurs principes doivent être soutenus et un suivi rigoureux de la mise en œuvre desdits principes doit être encouragé.

Défendre les intérêts de l'Europe

Les intérêts européens lors des négociations avec les pays ou les organismes tiers doivent être promus. À ce titre, l'Union européenne doit continuer d'œuvrer pour l'élaboration et l'application de normes comptables internationales de qualité. La nécessaire influence de l'Union européenne doit être renforcée dans la normalisation comptable internationale, ce qui passe notamment par une modernisation de l'organisation et des missions de l'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG).

Accompagner le développement de standards internationaux

Afin d'améliorer l'efficacité de la surveillance des marchés et faciliter l'échange d'informations entre autorités, des initiatives telles que celle prise sur le *Legal Entity Identifier* en matière de données doivent être soutenues.

ORIENTER RÉSOLUMENT LA FINANCE AU SERVICE DE LA CROISSANCE EUROPÉENNE

La finance doit être au service d'une croissance durable et un vecteur de compétitivité pour l'Europe. De nombreuses initiatives ont déjà été prises pour mieux orienter l'investissement vers des placements de long terme, le financement des entreprises de croissance et l'entrepreneuriat. Cet effort doit être poursuivi car le financement bancaire, aujourd'hui prédominant en Europe, verra sa place relative dans le financement de l'économie se réduire en raison notamment des évolutions de la réglementation prudentielle post-crise. La nouvelle législature européenne doit, dans ce cadre, s'efforcer de maintenir la sécurité des transactions et des infrastructures de marché et de post-marché, trouver des solutions nouvelles pour aider les entreprises à accéder aux financements de marché et accompagner les investisseurs vers le financement de l'économie réelle avec une meilleure compréhension des enjeux et des risques.

●●● MAINTENIR L'EFFICACITÉ ET L'INTÉGRITÉ DES MARCHÉS

La confiance dans le fonctionnement des marchés est une condition indispensable à la croissance. Le règlement EMIR sur les produits dérivés de gré à gré et la nouvelle directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIFII) constituent en la matière des avancées très structurantes. Ces réformes majeures visent à sécuriser les transactions, réduire la fragmentation des marchés, encadrer le *trading* à haute fréquence et accentuer encore les mécanismes de protection des investisseurs. La mise en œuvre de ces textes est un enjeu important des prochaines années pour les places financières européennes et doit s'accompagner d'une démarche de reconnaissance et de collaboration avec les autres grandes places mondiales, dans la lignée des engagements du G20. Une attention toute particulière devra être portée à la supervision des chambres de compensation qui jouent désormais un rôle central dans la sécurisation des transactions et à l'harmonisation de la répression des abus de marché en Europe.

Mettre en œuvre la réforme des marchés

Une actualisation et un renforcement du cadre réglementaire sont apparus indispensables pour accroître la transparence et offrir aux investisseurs un niveau élevé de protection, l'objectif étant de favoriser le retour de la confiance et un regain de l'attractivité des marchés financiers

européens dans leur ensemble. Les mesures d'application de MIFII doivent donc être précises et efficacement calibrées pour créer un environnement à la fois sûr et flexible.

Dans ce cadre, les dérogations doivent être strictement encadrées et les définitions, dont celle d'instrument financier pour les dérivés sur devises et sur matières premières, suffisamment claires. En outre, les modalités de fonctionnement des échanges sur les marchés (le régime des pas de cotation, par exemple) et les activités de *trading* à haute fréquence doivent être suffisamment encadrées pour contribuer à la résilience des marchés. Enfin, la régulation des marchés de dérivés sur matières premières peut encore être améliorée par la mise en place de régulateurs sectoriels sur les marchés sous-jacents, en prenant, par exemple, pour modèle le marché de l'énergie.

Surveiller et superviser efficacement les chambres de compensation

Les nouvelles règles prévues par EMIR visent à apporter plus de stabilité, de transparence et d'efficacité aux marchés. Cette réforme impose, en effet, la compensation de tout contrat dérivé standardisé par une contrepartie centrale. Elle donne ainsi un rôle clé aux chambres de compensation, mais aussi une lourde responsabilité puisqu'elles concentreront davantage de risque systémique. Afin de préserver leur stabilité et leur résilience, il importe donc que le système

de supervision européen de ces infrastructures soit fort et cohérent, grâce notamment à l'implication coordonnée de tous les superviseurs et des banques centrales concernées.

Évaluer l'efficacité du régime de sanctions

Le fonctionnement ordonné des marchés financiers repose en partie sur l'existence d'un régime de sanctions efficace, clair et homogène. La législation sanctionnant les abus de marché vient d'être profondément révisée. Il faudra contrôler l'effectivité de ce nouveau dispositif afin de s'assurer notamment qu'il n'encourage pas un arbitrage réglementaire entre les États membres, dû à l'optionalité de la mise en place d'un régime de sanctions administratives.

●●● METTRE LES MARCHÉS AU SERVICE DE L'ÉCONOMIE RÉELLE

L'épargne doit être orientée vers des investissements soutenant la croissance de long terme de l'économie et des entreprises européennes, et donc les emplois. Dans cette perspective, une Union des marchés de capitaux peut être envisagée comme le résultat d'une intégration toujours plus poussée, dont des étapes pourraient être la création d'un marché européen de la titrisation, d'un marché encadré de la dette d'entreprise et la convergence des pratiques de placement privé.

Créer un grand marché européen de la titrisation de qualité

La titrisation peut représenter un complément très utile au financement des entreprises et au circuit de refinancement bancaire. Il est aujourd'hui nécessaire de promouvoir une labellisation, une transparence accrue et un traitement prudentiel adapté pour la titrisation de haute qualité. Il faut également encourager la naissance d'un marché européen de la titrisation, notamment de créances de PME.

Favoriser l'accès des PME et des ETI aux financements non bancaires

Le label « Marché de croissance des PME » est un élément novateur de la directive MIFII qu'il faut promouvoir. Pour cela, les mesures d'application doivent être ajustées afin que ces marchés spécialisés remplissent leur objectif et offrent de nouvelles sources de financement aux PME dans un cadre adapté de protection des investisseurs. Un développement encadré du marché de la dette d'entreprise doit lui aussi être favorisé par la promotion de plateformes d'échange régulées et transparentes (l'essentiel des transactions se déroulant aujourd'hui de gré à gré) et par la convergence des pratiques du placement privé en Europe.

Le financement participatif (*crowdfunding*), source de financement alternative notamment pour les projets entrepreneuriaux, demeure fragmenté. Sans écarter les réglementations nationales existantes, il importe d'encourager l'essor de ce mode de financement, de manière coordonnée à l'échelle paneuropéenne.

Sécuriser la finance parallèle

La finance parallèle (*shadow banking*), si elle peut contribuer de manière positive au fonctionnement des marchés et au financement de l'économie, présente aussi un certain nombre de risques, dont celui d'ouvrir des opportunités d'arbitrage réglementaire. Par conséquent, le développement de ce système doit être traité par une régulation et une supervision adéquates. La finalisation de la réforme des fonds monétaires qui en est un des volets, doit permettre de juguler le risque de rachats massifs.

●●● RÉCONCILIER ÉMETTEURS ET INVESTISSEURS AVEC LES MARCHÉS DE CAPITAUX

Pour relancer la confiance, un vaste chantier de réformes structurelles a été lancé par les États européens. Mais la confiance des émetteurs et des investisseurs dans les marchés financiers doit encore être consolidée afin de leur redonner le goût et la compréhension du risque, et la volonté d'engager leur épargne pour des projets de croissance et de long terme.

Favoriser un plus grand engagement des actionnaires

La gouvernance d'entreprise doit être renforcée et l'alignement des intérêts entre émetteurs et investisseurs recherché. À ce titre, il convient notamment de veiller, dans le cadre de la révision de la directive Droits des actionnaires, à la proportionnalité des obligations de transparence visant les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs, et à la convergence des régimes d'encadrement des transactions entre une entreprise et les parties qui lui sont liées. En outre, le développement d'un référentiel européen de haute qualité en matière de gouvernance et de responsabilité sociale et environnementale, qui soit un levier de performance pour les entreprises et de croissance plus équilibrée, serait une grande avancée. Enfin, il importe de continuer d'œuvrer en faveur de la convergence des standards d'information extra-financière et d'un meilleur suivi des organismes de certification et agences de notation extra-financière.

Promouvoir une meilleure éducation de l'épargnant et simplifier l'information pour la rendre compréhensible et utile

Il est possible d'attirer les épargnants vers des produits générateurs de croissance sur le long terme et de les amener à rediriger une partie de leur épargne sur ces instruments financiers, en les familiarisant avec les propriétés de rendement



et de risque de chaque type d'investissement, au premier rang desquels l'investissement en actions. À titre d'exemple, des guides, des programmes ou des espaces dédiés d'éducation financière pourraient contribuer à faire émerger une culture économique et financière.

L'information donnée aux investisseurs est aujourd'hui très complète, mais parfois disproportionnée ou inappropriée par rapport au but recherché qui est de « bien informer » l'épargnant. Il conviendrait de simplifier le régime du prospectus afin qu'il soit plus conforme à sa vocation d'information des investisseurs et mieux adapté aux contraintes des émetteurs, en particulier les PME. De même, les mesures d'application du règlement relatif au document d'informations clés des produits d'investissement doivent répondre à l'objectif de simplification et de clarté visé par ce règlement.

Orienter l'épargne vers l'entreprise et le long terme

Il est possible de rendre les PME plus attractives pour les investisseurs en soutenant le développement des activités de conseil en investissement, de recherche et d'analyse financière; les opportunités que représentent les entreprises moyennes ou intermédiaires doivent être mieux présentées aux investisseurs.

LEXIQUE

●●● **CONTRACT FOR DIFFERENCE (CFD)**

Contrat financier avec paiement d'un différentiel.

●●● **DÉRIVÉ OTC (*Over The Counter*)**

Contrat lié à la valeur ou à la situation future du produit auquel il se réfère (par exemple, l'évolution du cours d'une monnaie) qui, au lieu d'être négocié sur un marché, se négocie directement entre l'acheteur et le vendeur.

●●● **LEGAL ENTITY IDENTIFIER (LEI)**

Standard international développé par le Conseil de stabilité financière (FSB) qui attribue un identifiant unique à chaque entité juridique, partie à une opération financière.

●●● **FINANCEMENT PARTICIPATIF (ou *crowdfunding*)**

Mode de financement permettant de collecter des fonds auprès d'un large public, sans l'intermédiation des acteurs traditionnels, pour financer par exemple un projet artistique, humanitaire ou entrepreneurial.

●●● **FINANCE PARALLÈLE (ou *shadow banking*)**

Selon la définition adoptée par le FSB, il s'agit de toute intermédiation de crédit qui implique des entités et/ou des activités en dehors du système bancaire classique.

L'AMF, un acteur engagé pour des marchés régulés au service du financement de l'économie

L'Autorité des marchés financiers est très investie dans les travaux de régulation financière européens et internationaux. Forte d'une large palette de pouvoirs – l'AMF réglemente, autorise, surveille, contrôle, enquête et dispose d'un pouvoir de sanction – elle apporte son expertise, son expérience et son engagement pour des normes et des standards européens et internationaux de qualité dans les enceintes du Conseil de stabilité financière (FSB), de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA). Membre d'une cinquantaine de groupes de travail de l'ESMA, présente dans tous les comités permanents de l'OICV, l'AMF préside ou copréside également de nombreux groupes de travail internationaux.

CONTACTS

Direction de la communication

Tél. : 01 53 45 60 25

Courriel : directiondelacommunication@amf-france.org

17, place de la Bourse

75082 Paris Cedex 02 — France

www.amf-france.org

