



## RÉPONSE DE L'AMF À L'APPEL À CONTRIBUTIONS DE LA COMMISSION EUROPÉENNE SUR LE PROJET D'UNION DE L'ÉPARGNE ET DE L'INVESTISSEMENT

L'Autorité des marchés financiers (AMF) accueille favorablement la consultation de la Commission européenne sur la voie à suivre et les priorités pour finaliser l'Union de l'épargne et de l'investissement (*Savings and Investments Union, SIU*).

L'Union européenne se trouve à un moment critique. Sa compétitivité s'est érodée, tandis que ses besoins de financement des transitions environnementale et numérique, et de sa défense, se sont accrus. L'UE doit d'urgence développer ses marchés de capitaux afin d'attirer les investissements nécessaires au financement du moteur de la croissance future de l'UE et renforcer son autonomie stratégique. Le financement est la clé de toutes les autres priorités. Fondamentalement, l'épargne des ménages de l'UE constitue une opportunité de canaliser des sources massives de financement vers l'économie réelle de l'UE, créant ainsi de meilleurs rendements pour les investisseurs de l'UE, tout en finançant l'innovation et la création d'emplois. Nous sommes convaincus que les investisseurs européens doivent être au centre de cette initiative et qu'ils joueront un rôle décisif dans sa réussite.

L'AMF se réjouit que la SIU soit désormais au sommet de l'agenda politique. Et elle se tient prête à contribuer activement aux réformes à venir. L'an dernier, les régulateurs des marchés financiers européens ont formulé des recommandations pour approfondir les marchés de capitaux de l'UE. Celles-ci sont présentées dans le rapport de l'ESMA intitulé « *Building more effective and attractive capital markets in the EU* » (*Construire des marchés de capitaux plus efficaces et plus attractifs dans l'UE*).

Bien que les deux derniers plans d'action pour la mise en place d'une Union des Marchés de Capitaux (UMC) aient permis plusieurs réalisations, des progrès plus concrets et plus rapides sont nécessaires, avec le soutien d'un pilotage et d'un engagement politiques forts. À cet égard, l'initiative de simplification annoncée par la Commission pour rendre l'économie de l'UE plus compétitive et plus prospère devrait servir de catalyseur pour approfondir davantage nos marchés de capitaux. En tout état de cause, s'agissant de la SIU, l'approche de l'UE doit être ambitieuse et audacieuse. Cela peut impliquer de tester de nouvelles méthodes, par exemple une coopération inter-gouvernementale entre États membres partageant les mêmes idées.

Bien qu'il n'y ait pas de solution miracle pour achever la SIU, les trois priorités suivantes constituent les voies les plus prometteuses pour obtenir des résultats tangibles et durables.

### Intégrer enfin la supervision européenne

La manière dont la supervision est organisée peut avoir un impact sur la liquidité, la profondeur et le bon fonctionnement des marchés financiers. Une surveillance plus intégrée au niveau de l'UE reste la pièce manquante d'un marché unique des capitaux qui fonctionne correctement. Le problème se pose à plusieurs niveaux. Une interprétation et une mise en œuvre plus cohérentes des règles dans les États membres sont nécessaires pour garantir des conditions de concurrence équitables pour tous les acteurs du marché, éliminer les possibilités d'arbitrage et améliorer la protection des investisseurs

ainsi que la stabilité financière grâce à une surveillance consolidée des entités financières. Les efforts de convergence ne sont pas suffisants. Au-delà de cette insuffisance immédiate, l'absence d'une supervision véritablement unifiée au niveau de l'UE oblige les co-législateurs et les régulateurs de l'UE à adopter des règles extrêmement détaillées et prescriptives, contribuant à alourdir la charge réglementaire, tout en nuisant à la qualité de la législation de l'UE. L'AMF est convaincue que l'UE ne parviendra à rien de significatif en termes de simplification si elle ne réalise pas de progrès tangibles en matière de supervision au niveau européen.

Dans le sillage de l'ambition de la Commission de « rendre l'Europe plus simple et plus rapide » et d'alléger la charge réglementaire pour les investisseurs individuels, les entreprises et les administrations dans l'UE, il est nécessaire de progresser de manière significative sur la question d'une supervision plus européenne.

Plusieurs scénarios sont sur la table, allant d'une « SEC européenne » qui impliquerait une impulsion politique très forte, à des approches plus différenciées.

Tous les scénarios doivent s'appuyer sur l'autorité européenne de régulation des marchés, l'ESMA, garantir le développement de tous les marchés et écosystèmes locaux et tenir compte de la grande variété d'activités et d'acteurs réglementés par les autorités de régulation des marchés et de leurs mandats importants en termes de réglementation des produits. La supervision directe au niveau de l'UE pourrait ne pas être avantageuse sur tous les sujets, ni adaptée à tous les acteurs, et encore moins à tous les produits. Le modèle du SSM (*Single Supervisory Mechanism*), par exemple, permet d'importantes délégations aux autorités nationales, en particulier pour les entités les moins importantes.

Dans l'immédiat, l'AMF préconise d'accorder à l'ESMA un pouvoir de supervision directe sur les prestataires de services de crypto-actifs transfrontaliers. Comme il s'agit d'un domaine nouvellement réglementé, il est peu probable qu'un tel transfert soit confronté à une opposition politique forte. En termes de rentabilité, il fait sens de concentrer l'expertise au niveau central. Le risque d'arbitrage réglementaire de la part de ces entités est déjà bien identifié et les risques pour les investisseurs sont élevés.

Ensuite, une cartographie minutieuse des critères déclenchant un transfert vers la supervision de l'ESMA devrait être réalisée, permettant aux législateurs de l'UE d'objectiver les raisons et les priorités pour la supervision directe. Les candidats à une supervision directe par l'ESMA devraient comprendre les grandes infrastructures de marché paneuropéennes. Des dispositions spécifiques (les collèges de supervision ; l'approche du « *lead supervisor* ») qui s'appuieraient davantage sur la capacité actuelle des autorités nationales, mais avec une plus grande implication du niveau européen, pourraient être des solutions alternatives pour d'autres acteurs de marché paneuropéens tels que les grands groupes de gestion d'actifs, dont les spécificités en tant que groupes devraient être reconnues dans la législation de l'UE avec une approche de supervision consolidée (également nécessaire du point de vue de la stabilité financière).

La surveillance européenne directe des produits est un sujet plus difficile, qui nécessiterait un examen plus approfondi, bien que distinct, afin d'identifier les domaines potentiels où une autorisation et une surveillance plus centralisées pourraient être adaptées et rentables. D'une part, certains produits et leur documentation réglementaire (prospectus) sont déjà normalisés, ce qui facilite une éventuelle surveillance européenne, mais d'autres caractéristiques (commercialisation et publicité) restent intrinsèquement liées aux lois et pratiques nationales et nécessitent une surveillance locale pour des raisons évidentes de protection de l'investisseur.

Une gouvernance réformée est la pierre angulaire qui permettra à l'ESMA de devenir un superviseur européen doté de pouvoirs révisés. L'objectif devrait être d'assurer une gouvernance efficace et de donner la priorité aux intérêts de l'UE, tout en tenant compte de la nécessité d'impliquer tous les régulateurs nationaux (le SSM est, là encore, un modèle intéressant). Une réforme du modèle de financement de l'ESMA est également nécessaire pour résoudre la tension actuelle entre les budgets respectifs des autorités nationales compétentes et de l'ESMA. Enfin, il faut reconnaître que l'ESMA doit développer sa culture de supervision.

Quoi qu'il en soit, l'UE doit prendre des mesures concrètes dès à présent, faute de quoi elle risque de perdre une nouvelle opportunité.

### **Favoriser l'investissement de détail dans les économies de l'UE**

Tous les rapports récents sur la CMU ont souligné que les ménages de l'UE disposent d'une épargne abondante, mais que celle-ci n'est pas allouée de manière efficace, puisque les ménages de l'UE conservent un tiers de leurs actifs sous forme de dépôts bancaires et investissent souvent massivement à l'extérieur de l'UE. S'ils transféraient ne serait-ce que 5 % de leurs actifs vers les marchés de capitaux, cela apporterait 1 800 milliards d'euros supplémentaires (11 % du PIB de l'UE) pour financer l'économie de l'UE. Il s'agit là d'une occasion manquée pour les entreprises et les investisseurs individuels de l'UE.

Dans ce contexte, l'investisseur doit être au centre du projet SIU et l'UE doit trouver des moyens d'inciter les ménages européens à financer le développement à long terme de l'économie réelle de l'UE. Les investisseurs doivent être au centre de l'approche car leur confiance et leurs choix seront déterminants pour le succès de la SIU. La priorité devrait donc être de canaliser une partie de l'épargne des ménages de l'UE vers le financement à long terme des entreprises européennes, avec une protection et des incitations appropriées pour les investisseurs et, éventuellement, des objectifs ESG.

À cet égard, une enveloppe d'investissement labellisée 'UE', fiscalement avantageuse et rentable (*'EU Investment Securities Account'*, Compte-titres d'investissement de l'UE), inspirée des expériences nationales (par exemple, le PEA et le PER en France, l'ISK en Suède, le PIR en Italie...), est une option intéressante à explorer.

Il en va de même pour le développement de l'actionnariat salarié et des systèmes d'épargne, y compris les plans collectifs de retraite des salariés, qui ont un potentiel inexploité dans l'UE. Dans le contexte du vieillissement démographique de l'UE et du défi que représente le financement des retraites, cette catégorie de produits est intéressante, de même que les régimes de retraite collectifs d'entreprise et les produits de retraite individuels à long terme, s'ils sont simples et rentables tout en respectant certains critères (un quota - par exemple 80 % - d'investissement dans des entreprises de l'UE, une période de blocage soumise à des exceptions limitées, l'utilisation de techniques d'atténuation des risques telles qu'une stratégie de cycle de vie réduisant progressivement l'exposition au risque au fil du temps, et des incitations fiscales).

En outre, pour permettre aux investisseurs de détail de l'UE d'investir davantage sur les marchés de capitaux, et de le faire en toute confiance, l'un des leviers consiste à simplifier le parcours du client, car il peut contenir des rigidités découlant de la réglementation. Il convient d'étudier cette possibilité sans abaisser le niveau de protection et la responsabilité des distributeurs et en s'appuyant sur de solides programmes d'éducation financière. Développer la participation des investisseurs au marché

implique également d'accorder plus d'attention à l'investissement des femmes sur les marchés financiers, étant donné qu'il existe un déficit d'investissement évident à combler.

À court terme, alors que les négociations interinstitutionnelles sont sur le point de débiter pour le paquet sur la stratégie d'investissement de détail (*Retail Investment Strategy*, RIS), les colégislateurs devraient considérer que certaines de ses composantes sont devenues contradictoires avec les objectifs de la SIU. Certaines dispositions sont difficilement compatibles avec les objectifs de haut niveau de responsabilisation des investisseurs, de simplification et de réduction de la charge. L'approche du rapport qualité-prix reste un objectif important, mais elle ne doit pas reposer sur une intervention directe des régulateurs de l'UE sur les prix par le biais de critères de référence qui, s'ils sont finalement introduits dans la législation de l'UE, devraient être contrôlés par les régulateurs plutôt que produits par eux.

### Relancer le marché européen de la titrisation

La titrisation joue un double rôle dans le financement de l'économie. En libérant le bilan des banques, la titrisation facilite l'octroi de prêts à l'économie. La titrisation est également une opportunité de développer une classe alternative d'actifs directement liés au financement de l'économie et offrant des avantages aux investisseurs professionnels en termes de diversification de portefeuille, dynamisant ainsi les marchés de capitaux.

C'est un fait que le marché de la titrisation reste sous-développé dans l'UE par rapport aux États-Unis. Il ne s'est pas rétabli depuis la crise financière de 2008, bien que les risques soient désormais clairement circonscrits et gérés grâce au cadre juridique établi par le règlement européen sur la titrisation de 2017. Bien sûr, cela ne doit en aucun cas conduire à des schémas de titrisation incontrôlés ou risqués, mais l'approche de l'UE a toujours été saine et prudente, et il y a certainement un moyen de conserver cette approche sans freiner excessivement le développement de ce marché.

La révision du règlement européen sur la titrisation devrait être une priorité à court terme et peut être un « *quick win* » si toutes les parties concernées acceptent de reconsidérer la titrisation sans préjudice et de manière raisonnable, en laissant de côté la stigmatisation héritée de la crise financière de 2008, qui est largement imméritée en ce qui concerne la titrisation européenne. Outre l'importance de revoir le traitement prudentiel de la titrisation et si l'on se concentre sur les domaines qui relèvent de la compétence de l'AMF, il devrait être possible de réviser les obligations de transparence et de *due diligence* pour les rendre plus simples et plus proportionnées, levant ainsi les obstacles qui empêchent les investisseurs de participer à cette classe d'actifs. Le *reporting* peut être simplifié et harmonisé tout en répondant aux besoins des investisseurs et des régulateurs. Le champ d'application juridictionnel du règlement, ainsi que la supervision des tiers certificateurs et des opérations de titrisation transfrontalières, méritent également quelques modifications, qui seront détaillées dans les prochaines recommandations du *Joint Committee*, à l'élaboration desquelles l'AMF contribue activement.