



JUIN 2019

**EU2024 : FAÇONNER LES
MARCHES DE CAPITAUX A 27
POUR REpondre AUX ENJEUX DE
DEMAIN**

**Axes de travail et premières propositions
de l'Autorité des marchés financiers**

amf-france.org

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS





EU2024 : Façonner les marchés de capitaux à 27 pour répondre aux enjeux de demain Axes de travail et premières propositions de l'Autorité des marchés financiers

Beaucoup a été fait depuis dix ans pour renforcer la solidité et l'intégration des marchés de capitaux en Europe. À l'heure où s'ouvre une nouvelle législature européenne, il s'agit de définir les axes de travail et les principes qui devront guider l'action des législateurs et des régulateurs européens pour les années à venir. Les propositions partent du bilan des dernières années et des défis nouveaux qui s'ouvrent, notamment le dynamisme des marchés de capitaux à 27, l'attractivité et la compétitivité de l'Europe et la réponse aux transitions numériques et environnementales. Elles constituent des premières pistes pour alimenter la réflexion collective.

L'AMF a contribué à la définition et à la mise en œuvre de l'agenda réglementaire européen post-crise. Le socle commun de régulation et de supervision a considérablement progressé mais des limites apparaissent :

- limites liées à l'abondance de détails de la réglementation, qui, au lieu de protéger contre les divergences d'interprétation et les contournements, peut avoir l'effet inverse tout en créant une complexité coûteuse pour l'ensemble des parties prenantes ;
- limites à la volonté politique d'aller vers davantage d'intégration, en dépit des enjeux nouveaux créés par la sortie envisagée du Royaume-Uni de l'Union européenne ;
- limites à la capacité de l'Union européenne de soutenir et encourager la compétitivité de ses marchés et de ses acteurs et de définir des relations plus équilibrées avec les autres régions du monde ;
- limites dans le fonctionnement de certains dispositifs au cœur du marché européen, tels que le passeport, et dans la capacité des régulateurs à réagir face à de nouveaux risques (cybercriminalité par exemple).

Les enjeux pour l'Europe financière sont pourtant de taille :

- renforcement des marchés de capitaux à 27 au profit des entreprises et des épargnants européens, alors que les discussions sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne vont continuer à mobiliser l'attention ;
- prise en compte des évolutions structurelles des modes de financement des entreprises (déclin de l'attractivité des bourses, rôle croissant du *private equity* et de la gestion indicielle) et des défis spécifiques à l'Europe (établissements financiers fragilisés par rapport à leurs concurrents américains notamment, faiblesses du financement des PME et de l'innovation, difficile mobilisation de l'épargne des particuliers) ;
- réponse aux défis de la transition énergétique et de la définition d'un modèle de développement plus durable ;
- accompagnement de l'innovation technologique et des bouleversements créés par l'économie de la donnée et la transition numérique, y compris pour assurer la compétitivité de l'Europe face aux autres régions du monde ;
- reconnaissance de la part des citoyens des bénéfices apportés par l'Europe en matière d'épargne.

La prochaine mandature européenne devrait ainsi proposer une nouvelle façon de construire l'Europe des marchés, qui soit à la fois ambitieuse et pragmatique :

- une construction qui vienne conforter les succès de l'Europe, corriger les difficultés inhérentes à l'élaboration d'une règle à 27 souvent conçue en silo par secteur, proposer des solutions concrètes aux besoins du terrain, à la fois de protection de l'épargne, mais aussi pour soutenir le développement des acteurs et des marchés ;
- une construction à même de créer une agilité nouvelle indispensable pour maintenir la place de l'Europe dans le monde de la finance ;
- une construction qui conserve l'objectif de financement de l'économie réelle au cœur du modèle européen et permette d'élaborer des réponses communes aux enjeux de demain, deux ambitions qui doivent servir à redonner un nouveau souffle au projet central d'Union des marchés de capitaux (UMC).

Les propositions présentées sont des exemples où l'Europe peut encore progresser. Elles cherchent à privilégier la lisibilité de la règle et l'efficacité des dispositifs réglementaires et de supervision. À son niveau, l'AMF s'inscrit dans cette dynamique qui implique un changement d'approche pour le régulateur, en ligne avec les axes stratégiques définis début 2018 pour l'Autorité : une réglementation moins détaillée, une supervision renforcée en partenariat avec nos homologues, et le développement d'expertises et de démarches de régulation et de supervision nouvelles.

Outre ces premières propositions, il est bien évident aussi que des impulsions devraient venir d'autres domaines au-delà du champ de compétences de l'AMF : rapprochement du droit des faillites et de la fiscalité des entreprises et des produits d'épargne, finalisation de l'Union bancaire, consolidation du modèle de post-marché européen par rapport au marché intégré américain, relance du marché de la titrisation, rôle international renforcé de l'euro, notamment.

L'Europe politique n'était pas prête en 2019, malgré des signes encourageants sur certains dossiers ; l'Europe des marchés, des entreprises, de l'épargne et de l'innovation ne pourra pas attendre beaucoup plus longtemps.

Les axes de travail transverses :

- Simplifier, corriger
- Apporter des solutions pratiques et proportionnées
- Redonner une structure et un souffle nouveau au projet central d'Union des marchés de capitaux
- Créer de l'agilité et assurer la compétitivité de l'Europe

Trois champs de réflexion :

- Une Europe financière armée pour les défis de demain et forte sur la scène internationale
- Mieux travailler ensemble
- Une règle européenne plus simple, plus efficace, moins onéreuse : propositions d'ajustements des textes existants

1. UNE EUROPE FINANCIÈRE ARMÉE POUR LES DÉFIS DE DEMAIN ET FORTE SUR LA SCÈNE INTERNATIONALE

■ Quels marchés financiers et quel modèle de financement demain ?

L'Union des marchés de capitaux avait comme objectifs, entre autres, de faciliter l'accès aux marchés financiers pour les entreprises, réduire le coût du capital, faciliter l'investissement et soutenir les projets à long terme. De nombreuses mesures ont été adoptées, dont certaines ne sont d'ailleurs pas encore entrées en vigueur. Néanmoins, le sentiment largement partagé est que le projet tel qu'initialement conçu ne suffira pas à répondre aux difficultés identifiées. Plus encore, avec l'attrition progressive de la cote et le rôle croissant de l'industrie de la gestion et des indices, l'UMC ne répond pas à la question du modèle futur de financement de nos économies. Les réponses ne passent pas par le seul allègement de contraintes réglementaires, mais par l'élaboration d'une vision d'ensemble du financement en Europe, qui prenne aussi en considération les différences de profondeur de marché et concilie les besoins de développement des entreprises et ceux de solidité du marché pour attirer les investisseurs.

Les pistes de travail :

- ▶ **Dégager** une vision d'ensemble du financement en Europe, du rôle des différents types d'investisseurs et des besoins des entreprises pour identifier les faiblesses, les évolutions à venir et les inflexions possibles, notamment pour aider aux levées de capitaux
- ▶ **Accompagner** les épargnants dans leurs choix d'investissement et **relever** le défi de l'épargne longue
- ▶ **Aborder** le thème structurant et transversal des données : coûts et conditions d'accès aux données pour les participants de marché, rôle des fournisseurs de données et d'indices, création d'un historique consolidé des transactions à l'échelle européenne (consolidated tape), cadre de reporting et d'utilisation des données extra-financières.

■ Concrétiser les ambitions européennes pour la finance durable

La Commission européenne a proposé en mars 2018 un plan d'action pour la finance durable qui constitue une réelle opportunité pour l'Europe de consolider son avance et de permettre une réorientation des flux financiers. Plusieurs propositions ont abouti en un temps très court. Le défi est désormais d'assurer la cohérence et l'efficacité du dispositif. Alors que l'urgence climatique, mais aussi les préoccupations dans d'autres domaines environnementaux et sociaux, se font chaque jour plus évidentes, le secteur financier doit démontrer son utilité dans la transition (énergétique, environnementale, sociale et sociétale) de nos économies. Les enjeux méthodologiques et de données sont considérables, tant pour les émetteurs qui doivent mieux évaluer les risques et opportunités liés aux facteurs environnementaux et sociaux, que pour les gérants et investisseurs qui doivent progresser dans l'intégration de ces facteurs dans leur gestion des risques et leurs stratégies d'investissement. Les institutions européennes ont identifié des leviers de changement et des outils : à charge pour l'industrie financière, les entreprises, les investisseurs et les superviseurs de concrétiser les ambitions affichées.

Les pistes de travail :

- ▶ **Aider** à la prise en compte des enjeux de durabilité, avec l'aboutissement des travaux sur la taxinomie et la mise en œuvre cohérente des nouvelles dispositions sur la transparence des investisseurs et des produits, l'intégration des risques et facteurs ESG, les préférences des clients et les indices
- ▶ **Créer** les conditions pour que le marché se saisisse des standards et labels en cours de développement (obligations vertes, ecolabel, indices bas carbone, cadre volontaire de reporting climat) avec l'objectif de donner des repères clairs, mais aussi de permettre des effets d'entraînement
- ▶ **Guider** les acteurs à travers le foisonnement des standards privés existants en élaborant au niveau européen un cadre plus unifié et plus robuste de reporting (climatique et au-delà)
- ▶ **Traiter** les sujets de la robustesse et de la vérification des données environnementales, sociales et de gouvernance (ESG), de la recherche et de la notation extra-financières, y compris la question de l'encadrement des prestataires du secteur en raison de leur rôle majeur et alors que l'offre se consolide rapidement

- ▶ **Accompagner** les investisseurs particuliers vis-à-vis des produits d'investissement commercialisés comme durables, notamment en veillant à la lisibilité des offres
- ▶ **Suivre** les changements sur le terrain et l'articulation entre les avancées au niveau des émetteurs d'une part, et l'évolution des besoins des investisseurs d'autre part.

■ Une stratégie digitale européenne pour les services financiers

Les innovations permises par les nouvelles technologies accélèrent les transformations à l'œuvre dans l'industrie financière et créent de nouvelles ruptures. Quatre tendances structurelles émergent : la digitalisation des actifs, l'utilisation de technologies de réseau de type *blockchain* pour moderniser les infrastructures de marché, l'émergence de modèles de « plateformes » proposant une offre horizontale de services, et l'automatisation des procédures grâce à une utilisation intensive de la donnée. Le cadre réglementaire actuel – et notamment, sa logique sectorielle et fondée sur des catégories d'acteurs et de produits bien définis – ne peut répondre aux modèles émergents et constitue souvent une réelle barrière à l'entrée. Il s'agit donc pour l'Europe de préserver sa compétitivité dans le paysage financier de demain et de permettre l'émergence de champions digitaux européens, sans pour autant faire peser une menace sur la stabilité du secteur financier, le bon fonctionnement des marchés ou la protection des investisseurs. Dans ces domaines où les cadres juridiques nationaux sont encore peu développés, l'Europe doit aussi encourager la définition d'un cadre européen harmonisé et à même de répondre aux modèles et enjeux transfrontières créés par les nouvelles technologies.

Les pistes de travail :

- ▶ À court terme, **proposer** une réglementation européenne pour les actifs digitaux en adaptant le corpus de règles au développement de certaines formes de « tokenisation » de l'économie
- ▶ **Permettre** aux innovations de se développer grâce à une réponse européenne adaptée à leurs spécificités, ce qui peut passer, par exemple, par l'introduction d'une plus grande proportionnalité au sein du cadre réglementaire et une meilleure articulation des statuts sectoriels d'intermédiaires
- ▶ **Aborder** la question du positionnement de l'Union européenne face à l'économie de la donnée, en ce compris, la question de l'articulation du règlement sur la protection des données personnelles (GDPR) avec le développement des technologies de type *blockchain* et de l'intelligence artificielle
- ▶ **Tirer parti** des nouvelles technologies dans les domaines de la connaissance des clients et des relations avec la clientèle sans sacrifier la protection des investisseurs.

■ Les relations de l'Europe avec le reste du monde pour les marchés de capitaux

Les régimes d'équivalence existants dans le droit européen des services financiers poursuivent des finalités différentes selon les textes. Il s'agit dans certains cas d'ouvrir le marché européen aux acteurs de pays tiers (MiFIR), dans d'autres de permettre aux acteurs européens de remplir leurs obligations issues des textes européens en recourant aux infrastructures de pays tiers (l'obligation de compensation d'EMIR, les obligations de négociation de MiFIR) ou en utilisant des métriques ou des informations produites selon les normes de pays tiers (règlements Prospectus, Agence de notation, Indice). L'hétérogénéité des buts poursuivis suppose que chaque régime soit calibré de manière *sui generis*, en trouvant le dosage adéquat entre le renvoi aux règles des pays tiers et à la supervision des autorités du pays tiers (concepts de *deference* et de *substituted compliance*) et, à l'inverse, l'imposition directe des règles européennes qui peut, dans certains cas, se justifier pour des motifs de surveillance des marchés, de protection des investisseurs ou de traitement égalitaire entre entités européennes et non-européennes. Dans le contexte du Brexit, il devient essentiel de revoir les régimes pays tiers existants et de les réformer là où ils semblent manifestement mal calibrés. Il faut aussi s'interroger sur le bien-fondé des discrétions que le droit européen permet aux États membres d'exercer par endroits (régimes nationaux de placement privé dans le cadre d'AIFM, régime national pays tiers sous MiFIR en l'absence de décision de régime d'équivalence). En somme, l'approche vis-à-vis des pays tiers dans les textes sur les services financiers doit être reconsidérée, en veillant à la portée et la pertinence des dispositifs retenus, et en ménageant pour l'ESMA un rôle adapté.

Les pistes de travail :

- ▶ **Revoir** les différents régimes pays tiers prévus par les textes européens en évitant une approche homogène qui gommerait les spécificités de chaque régime
- ▶ **Revenir** sur les discrétions nationales qui subsistent, en particulier dans MiFIR, et s'assurer qu'aucun régime pays tiers (qu'il soit national ou européen) ne conduise à traiter les entités de pays tiers plus favorablement que les entités européennes
- ▶ Lorsqu'un régime d'équivalence est envisagé, **questionner** le niveau de « substituted compliance » adéquat pour atteindre les buts recherchés : quelles règles européennes peuvent être désappliquées au profit de la règle « équivalente » du pays tiers concerné, quelles règles européennes doivent au contraire s'appliquer directement aux entités de pays tiers accédant au marché de l'UE ?
- ▶ **Veiller** aux conditions d'évaluation (éviter les lacunes dans l'analyse d'équivalence, définir le niveau de granularité adéquat) et d'octroi de la décision d'équivalence (réciprocité, conditions additionnelles), ainsi qu'au mécanisme de suivi dans le temps (y compris le monitoring du droit et des pratiques de supervision du pays tiers).

2. MIEUX TRAVAILLER ENSEMBLE

■ Des réponses pragmatiques pour la supervision des acteurs

Le paysage financier européen sera profondément transformé par la sortie du Royaume-Uni, principale place financière européenne. Les acteurs financiers ont opté pour des modèles d'organisation variés et moins centralisés. Cette nouvelle géographie des activités financières, marquée par la coexistence de centres financiers de taille plus ou moins importante et plus ou moins spécialisés, oblige à repenser les relations au quotidien entre superviseurs, sans chercher à définir de cadre unique et rigide d'interaction en raison de la diversité des modèles choisis (organisation entre filiale et succursale, relations avec les clients et avec Londres, etc.) et des évolutions probables à venir. Il s'agit aussi de donner vie aux dispositifs créés par les textes récemment adoptés pour la revue des autorités européennes de supervision (groupes de coordination) et EMIR 2.0 (comités de surveillance des chambres de compensation) et de poursuivre les efforts de convergence.

Les pistes de travail :

- ▶ **Mettre en œuvre** des collèges de supervision pour les entités implantées dans plusieurs États Membres les plus significatives, permettant de créer un cadre efficace d'interactions et de partage d'information entre superviseurs, avec la participation de la Banque centrale européenne pour les grandes entreprises d'investissement – ce cadre ne doit pas alourdir les processus de décision et les relations entre superviseurs et avec les entités régulées, mais définir les conditions de travail dans un marché multipolaire intégré
- ▶ **Mieux articuler** les responsabilités de supervision entre les autorités des États membres d'origine et d'accueil s'agissant en particulier des règles de conduite et de protection des investisseurs, ce qui suppose aussi une meilleure information sur l'activité effectivement réalisée dans les pays d'accueil – le cas échéant, il pourra être envisagé de renforcer les responsabilités de supervision du pays d'accueil sur le modèle du dispositif de MIF
- ▶ **Encourager** le travail en commun des superviseurs au sein de l'ESMA, par exemple
 - à travers des missions de supervision concertées sur une thématique donnée
 - en créant des instances réunissant les superviseurs par grand secteur (gestion, entreprises d'investissement, infrastructures de marché) pour favoriser les échanges sur des cas pratiques, les méthodologies ou les nouveaux outils de RegTech ou SupTech
 - en facilitant l'élaboration d'approches communes de supervision pour les domaines nouveaux d'intervention des régulateurs (finance durable, modèles d'affaires innovants, cybersécurité par exemple)
- ▶ Pour une meilleure surveillance des marchés, **établir** à l'occasion de la revue du règlement MAR un cadre européen d'échange des carnets d'ordres inter-marchés entre régulateurs permettant une détection efficace des manquements d'abus de marché sur les valeurs négociées sur plusieurs marchés de l'Union
- ▶ Dans la continuité des premières initiatives prises (mise en place de l'Enforcement Network de l'ESMA et publication d'un registre de sanctions sur le site de l'ESMA), **accroître** la transparence en matière de sanctions

et envisager les modalités de rapprochement des pratiques, par exemple avec la définition de revues par les pairs dédiées à la fonction répressive et son articulation avec la fonction de supervision.

■ Fonctionnement du passeport et supervision transfrontière des services financiers

Le passeport, symbole de la construction européenne, ouvre le marché de l'Union à tous les acteurs agréés dans un des pays et en réduit les coûts d'accès. Outil puissant d'intégration et d'ouverture, le passeport n'est cependant pas pour autant, pour l'heure, adossé à un modèle de supervision unique. Si, dans une large mesure, le marché unique et le passeport fonctionnent, on observe encore des phénomènes d'arbitrage réglementaire entre pays (« *jurisdiction shopping* »), des difficultés d'articulation entre les responsabilités des superviseurs du pays d'origine (« *home* ») et du pays d'accueil (« *host* »), des questions juridiques complexes posées par la juxtaposition des passeports de libre établissement et de libre prestation de service, ou encore des différences de droits des investisseurs selon les juridictions. Le Comité mixte des autorités européennes de surveillance (*Joint Committee*) a mené des travaux qui devraient déboucher sur des pistes pour améliorer le fonctionnement du passeport. Celles-ci pourraient être exploitées à l'occasion des revues des textes.

Les pistes de travail :

- ▶ **Résoudre** les difficultés de supervision rencontrées par les autorités nationales lorsqu'un acteur fournit ses services aux investisseurs individuels d'un même État membre simultanément en libre prestation de service et en libre établissement
- ▶ **Clarifier** juridiquement les critères de rattachement territorial des services fournis aux investisseurs individuels, notamment pour les services dématérialisés rendus sur Internet, pour assurer une supervision efficace et renforcer la protection des épargnants
- ▶ À défaut de supervision unique, **lutter contre** le « *jurisdiction shopping* » dans les futurs textes en introduisant là où c'est pertinent des dispositions empêchant les entités financières de choisir comme État membre d'origine une juridiction dans laquelle elles n'exercent aucune activité substantielle, mais depuis laquelle elles opèrent vers leurs marchés cibles par le biais du passeport
- ▶ **Assurer une réponse rapide** lorsque des risques sont identifiés pour les investisseurs, y compris en utilisant les nouveaux outils à la disposition des autorités européennes
- ▶ **Veiller** aux conditions d'accès aux services de réclamation et de médiation pour les investisseurs particuliers.

■ Faire progresser la qualité de la norme européenne et sa capacité à évoluer

Les dix ans de production législative intense sont l'occasion de faire le bilan du cadre d'élaboration de la norme européenne et de trouver des réponses, dans la mesure du possible, aux écueils identifiés (inflation réglementaire, niveau de détail excessif de certains pans de législation, incohérences entre les textes, calendriers d'entrée en application souvent irréalistes, difficultés à corriger les erreurs ou imprécisions de rédaction, etc.). Le modèle de régulation à définir devrait se fonder sur des procédures plus robustes d'élaboration, la proportionnalité de la règle, sa lisibilité et sa cohérence, et une capacité à évoluer pour répondre aux tendances nouvelles des marchés. Des défis accrus dans un cadre institutionnel à 27 mais qui peuvent être relevés, alors que le Royaume-Uni réfléchit au mode de régulation à privilégier post-Brexit pour ses marchés de capitaux.

Les pistes de travail :

- ▶ **Adapter** les réponses et outils (législation, textes de niveau 2, guidelines, Q&As, etc.) aux enjeux, en veillant à respecter les démarcations entre actes législatifs et actes délégués ainsi qu'entre directives et règlements, et en se fixant comme objectif de limiter l'inflation dans le nombre et la longueur des textes – dans ce cadre, veiller au cadre d'élaboration et d'application des outils de Q&As de l'ESMA
- ▶ **Renforcer** la cohérence d'ensemble des textes, à l'occasion des revues et pour les nouvelles législations

- ▶ **Fixer** des dates d'entrée en application réalistes pour tous les acteurs (régulateurs et entités régulées), notamment en prévoyant que les dispositions de niveau 1 n'entrent en application qu'après finalisation et publication des mesures de niveau 2 essentielles, sans éliminer la pression nécessaire pour l'aboutissement des textes
- ▶ Mieux **prendre en compte** les retours d'expériences des parties prenantes (acteurs régulés, épargnants, superviseurs) et **pouvoir corriger** plus rapidement des dispositions qui ne peuvent manifestement pas être appliquées, ne répondent pas à l'objectif fixé et/ou créent des distorsions d'application entre juridictions – dans certains cas, cela peut impliquer la mise en œuvre, de manière exceptionnelle et coordonnée, de mécanismes d'urgence permettant de **suspendre** l'application des dispositions concernées et de protéger les acteurs contre toute procédure en manquement de ces dispositions
- ▶ **Publier** un rapport à la clôture de chaque trilogue pour expliciter les choix politiques effectués et **assurer** que la Commission européenne, gardienne des traités, clarifie les concepts clé peu ou mal définis dans les textes
- ▶ Pour répondre à la fatigue réglementaire et aux rigidités inhérentes aux processus européens, **penser** de nouveaux modes de fonctionnement et de régulation, à l'instar, par exemple, des schémas mis en place pour la finance durable (création du Groupe d'experts technique, développement de standards européens volontaires, lancement d'un Corporate Reporting Lab pour partager des bonnes pratiques), qui peuvent constituer, en fonction des sujets à traiter, une option permettant des ajustements plus rapides et des phases de test des dispositifs.

3. UNE RÈGLE EUROPÉENNE PLUS SIMPLE, PLUS EFFICACE, MOINS ONÉREUSE : PROPOSITIONS D'AJUSTEMENTS DES TEXTES EXISTANTS

■ Une architecture repensée des textes sur la gestion d'actifs pour plus de lisibilité

En un peu moins de dix ans, les textes régulant l'industrie de la gestion d'actifs sont passés de deux à une dizaine, couvrant les acteurs (OPCVM, AIFM), et/ou les produits (OPCVM, MMF, EuVECA, EuSEF, PEPP, PRIIPs, ELTIF), ou certains services spécifiques (MIF). L'architecture globale est robuste et, dans l'ensemble, efficace, mais peu lisible pour les acteurs, d'autant que la mise en œuvre peut varier d'un État membre à l'autre. Les revues à venir des directives AIFM et OPCVM sont des occasions de renforcer la cohérence de la réglementation applicable à une industrie qui a tendance à répartir son implantation entre plusieurs pays : société de gestion dans un pays, gestion déléguée dans un autre, immatriculation du fonds dans un troisième pays et commercialisation sur le marché européen.

Les pistes de travail :

- ▶ **Proposer** à l'occasion de la revue de la directive AIFM un texte définissant un socle commun de règles pour les acteurs de la gestion d'actifs, clarifiant et harmonisant les obligations dans des domaines tels que la gestion des conflits d'intérêts, le reporting (une fois les travaux sur la qualité de la donnée collectée via AIFM finalisés), la délégation, la définition de l'effet de levier, ainsi que les dispositions applicables en cas de fourniture de services d'investissement à titre accessoire
- ▶ **Clarifier** les dispositions des textes à l'origine de divergences d'interprétation : en particulier, la directive Actifs Éligibles, qui fait partie intégrante du dispositif OPCVM, date de 2007 et mériterait d'être revue et modernisée ; elle pourrait faire l'objet d'un règlement pour assurer une application uniforme et conserver les principes clés qui ont fait le succès du produit sur le marché européen comme international.

■ Simplifier le règlement PRIIPs pour une meilleure information des épargnants

Le règlement PRIIPs répondait à une demande forte d'une meilleure information précontractuelle des produits d'investissement « packagés » destinés aux investisseurs individuels, quel que soit leur statut réglementaire. Force est de constater, au final, que le cadre ne répond pas pleinement aux besoins qui avaient été identifiés et a créé de l'incompréhension chez de nombreuses parties prenantes, y compris parmi les régulateurs, au regard de la rigidité du dispositif. Il semble indispensable de revenir sur l'approche générale du règlement avec l'objectif de faire du document d'informations clés (KID) une source d'informations utile, compréhensible et non trompeuse.

Les pistes de travail :

- ▶ **Revoir** le cadre PRIIPs en acceptant de revenir partiellement sur la primauté accordée à la comparabilité entre produits de natures fondamentalement différentes, en adaptant à la nature des produits les exigences relatives à la performance et aux coûts, dans le but de restaurer une bonne information des clients
 - en découlera une révision des méthodologies définies au niveau 2 pour les indicateurs de coûts et les scénarios de performance – la réintroduction des performances passées, élément objectif d'information pour l'investisseur pour des produits non structurés, devra être discutée, en prenant en compte les conclusions du Joint Committee dans son récent Supervisory Briefing
- ▶ **Clarifier** le périmètre d'application du règlement PRIIPs pour mieux définir la notion de produits « mis à la disposition des investisseurs de détail »
- ▶ **Octroyer** aux acteurs un degré de latitude pour adapter partiellement les contenus narratifs des KID aux spécificités des produits pour assurer une information de meilleure qualité pour les investisseurs
- ▶ **Mener** des tests auprès des épargnants sur la compréhension des documents et leur utilité, démarche qui pourra être appliquée à d'autres sujets (informations sur les coûts et charges ou sur les risques, par exemple) avec, chaque fois, l'objectif d'identifier des pistes de simplification et d'efficacité de l'information délivrée aux clients.

■ Une revue ciblée de MIF

Après bientôt dix-huit mois de mise en œuvre de MIF 2, il faut évaluer le fonctionnement et les effets du nouveau régime, afin de procéder aux ajustements nécessaires, sans remettre en cause les grandes lignes de la réforme. Il s'agit aussi de reconfigurer les règles au futur marché à 27.

Les pistes de travail :

- ▶ **Revoir** les dispositions affectées par le Brexit, en particulier les seuils affectés par la sortie du marché britannique des calculs et l'application de certaines règles de MIF aux entités situées hors de l'Union européenne pour éviter des distorsions de concurrence
- ▶ **Ajuster** certaines dispositions au vu de l'expérience et des constats faits, notamment celles portant sur les limites de position, certaines obligations déclaratives ainsi que certaines exigences d'informations des investisseurs qui pourraient être mieux adaptées à leurs besoins
- ▶ **Revoir** le dispositif conçu pour faire émerger une consolidated tape européenne
- ▶ **Introduire** plus de proportionnalité là où c'est possible, en fonction des risques et de la nature des clients et des marchés, pour maintenir un écosystème diversifié et réduire des contraintes qui s'avèrent finalement injustifiées sans affaiblir l'efficacité de la réglementation.

■ La revue des exigences de reporting

Les réformes réglementaires ont permis de corriger les faiblesses criantes en matière de *reporting*. Participants de marché et régulateurs ont investi massivement, les uns pour répondre aux exigences introduites par les textes, les autres pour intégrer et utiliser au mieux les informations désormais disponibles. Des ajustements peuvent être nécessaires pour améliorer ces *reportings*, éviter duplications et incohérences ou surabondance d'informations, réduire les coûts liés, et accroître l'efficacité globale, pour les acteurs aussi bien que dans un objectif de supervision et de protection.

Les pistes de travail :

- ▶ **Améliorer** la qualité des reportings, à l'occasion de la revue d'EMIR, de MIF et encore d'AIFM, ou au travers d'une initiative dédiée, en utilisant les retours reçus à l'occasion du Fitness Check on Supervisory Reporting.

1. UNE EUROPE FINANCIÈRE ARMÉE POUR LES DÉFIS DE DEMAIN ET FORTE SUR LA SCÈNE INTERNATIONALE

- Quels marchés financiers et quel modèle de financement demain ?
- Concrétiser les ambitions européennes en matière de finance durable
- Une stratégie digitale européenne pour les services financiers
- Les relations de l'Europe avec le reste du monde pour les marchés de capitaux

2. MIEUX TRAVAILLER ENSEMBLE

- Des réponses pragmatiques pour la supervision des acteurs
- Fonctionnement du passeport et supervision transfrontière des services
- Faire progresser la qualité de la norme européenne et sa capacité à évoluer

3. UNE RÈGLE EUROPÉENNE PLUS SIMPLE, PLUS EFFICACE, MOINS ONÉREUSE : PROPOSITIONS D'AJUSTEMENTS DES TEXTES EXISTANTS

- Une architecture repensée des textes sur la gestion d'actifs pour plus de lisibilité
- Simplifier le règlement PRIIPs pour une meilleure information des épargnants
- Une revue ciblée de MIF
- Une revue des exigences de *reporting*