

An English version is
available after page 9.

REVUE DU CADRE DES AUTORITÉS DE SUPERVISION EUROPÉENNES

Consultation de la Commission européenne

L'AMAFI est l'association professionnelle qui, aux niveaux national, européen et international, représente les acteurs des marchés financiers établis en France, qu'ils soient établissements de crédit, entreprises d'investissement ou infrastructures de marché et de post-marché, où qu'ils interviennent et quel que soit le lieu de résidence de leurs clients et contreparties. Ses adhérents agissent sur les différents segments des activités de marché, et notamment, que ce soit pour compte propre ou pour compte de clients, sur les marchés organisés et de gré-à-gré où sont traités des titres de capital et de taux ainsi que des dérivés, y compris de matières premières. Pour un tiers environ d'entre eux, ces adhérents sont des filiales ou succursales d'établissements étrangers.

Preuve de son implication, l'Association a toujours suivi avec beaucoup d'attention les réflexions relatives au cadre européen de supervision des activités financières. Et ce, depuis l'origine, avec la constitution du Forum of European Securities Commissions – FESCO, puis sa transformation en Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières¹ (CESR en anglais), et enfin les travaux qui ont conduit à la mise en place, en 2010, du système européen de supervision financière composé, aux côtés du Conseil européen des risques systémiques, des 3 autorités sectorielles de supervision (AES).

Aujourd'hui, l'AMAFI souhaite de nouveau apporter sa contribution aux réflexions dans le cadre de la revue menée par la Commission européenne concernant le cadre légal sous lequel opèrent ces autorités. A cet égard, compte tenu de l'activité de ses membres, l'AMAFI concentre ici principalement son analyse sur l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF / ESMA).

Outre sa contribution aux questions plus spécifiques de la consultation, l'Association souhaite mettre en avant un certain nombre d'idées directrices qui devraient présider à cette revue.

✚ Mettre en place un Comité de Sages chargé de proposer des voies de renforcement de la supervision européenne

La structuration progressive de la supervision européenne en matière financière procède directement de groupes de réflexion à haut niveau : le Comité Lamfalussy, l'*Inter-institutional Monitoring Group*, le Comité Larosière ont chacun à leur tour, joué un rôle décisif dans les évolutions accomplies depuis près de 20 ans.

Aujourd'hui, l'impératif d'une plus grande convergence des pratiques de supervision s'impose presque à l'évidence (*v. aussi infra en ce qui concerne la convergence effective des pratiques de supervision des autorités nationales* »). Pour autant, les conditions à réunir pour atteindre cet objectif aussi efficacement et rapidement que possible ne peuvent être déterminées à la légère alors que l'Europe financière est aujourd'hui affectée par la forte secousse induite par le Brexit. La modification d'environnement en résultant est d'autant plus profonde qu'il y a encore moins d'un an, le choix finalement opéré par le

¹ Son Délégué Général, Pierre de Lauzun a ainsi été l'un des six experts participant à l'IIMG entre 2005 et 2007, dont les réflexions ont servi de base à diverses évolutions institutionnelles des autorités européennes (*v. infra*).

peuple britannique n'était pas véritablement anticipé et que ses effets pour la construction européenne sont démultipliés dans le domaine de la finance : demain, le principal centre financier de l'Union, celui qui regroupe la plus forte densité d'expertises qui aujourd'hui servent le financement de son économie et l'allocation de son épargne, lui sera extérieur, hors de sa maîtrise.

A cet égard, l'Association souligne d'ailleurs son étonnement quant aux raisons qui pour la Commission européenne justifient un délai de consultation de seulement 8 semaines. Outre diverses pistes évoquées dans le document de consultation qui devraient en elles-mêmes faire l'objet de larges discussions préalables, l'environnement dans lequel agissent les AES est en cours de modification profonde, notamment du fait qu'il n'est pas possible à ce stade, et probablement pendant encore de nombreux mois, de connaître de façon suffisamment précise les conditions dans lesquelles vont s'organiser les relations futures entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, et donc d'en tirer des orientations claires en termes de besoin.

Si une réflexion approfondie en la matière est donc plus que jamais nécessaire, elle requiert inévitablement du temps : [l'analyse doit mesurer avec soin les enjeux en cause et les voies de solution possibles dès lors qu'il s'agit de construire un système de supervision durable et résilient, en mesure d'accroître son champ d'action en même temps que le grand marché intégré des services et produits financiers se développera.](#)

Pour l'AMAFI, [une réflexion sur le cadre de supervision financière nécessite ainsi la mise en place d'une structure ad hoc au travers d'un comité d'experts de haut niveau disposant du temps nécessaire pour mener une évaluation de qualité et formuler des propositions à la hauteur des enjeux.](#)

Maintenir une architecture de supervision tri-partite et polycentrique

Tout d'abord, si la question de la relocalisation de l'autorité bancaire européenne est évidemment posée dans un contexte de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, l'idée d'une refonte de l'architecture de supervision, qui conduirait à un rapprochement entre l'autorité de supervision bancaire et celle des assurances (ABE et EIOPA) dont le siège pourrait être à Francfort, tout en renforçant les pouvoirs de l'AEMF en matière de protection des consommateurs, oriente sur des points essentiels et lourds de conséquence la consultation. Cela est d'autant plus inapproprié que c'est un exemple révélateur d'aspects qui n'ayant jamais été discutés auparavant ne peuvent pas être jetés sur la table en considérant qu'ils réuniraient à *priori* un consensus suffisant. Ces questions ainsi que les alternatives envisageables doivent donc faire l'objet d'un examen poussé, mené au sein du comité d'experts précédemment évoqué.

Pour autant, il est important de souligner dès à présent que les synergies à tirer d'une fusion entre l'ABE et l'EIOPA seraient faibles dans la mesure où les législations concernant les banques et les sociétés d'assurance sont différentes et couvrent des risques également très différents. En France, où en théorie, la supervision des deux segments est regroupée au sein de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution – ACPR, en réalité les grandes banques sont surveillées depuis Francfort tandis que la totalité de l'assurance est sous le contrôle de la dite ACPR.

Par ailleurs, une relocalisation à Francfort enverrait le signal extrêmement négatif (surtout au regard de la vision de la construction européenne qu'ont de nombreux peuples) que la quasi-totalité de l'Europe financière, en ce qui concerne les politiques publiques, y est désormais concentrée. Or, comme l'AMAFI l'a maintes fois souligné, l'Europe a besoin de subsidiarité et de diversité plutôt que d'un centre dominant.

Ajoutons qu'au niveau européen l'objectif des AES, ainsi que leur champ géographique, sont très différents de ceux d'autorités de supervision comme le SSM. Dans un cas il s'agit de contribuer, en liaison étroite avec le niveau 1 et la Commission à définir les règles applicables et de vérifier l'harmonie

de leur déclinaison nationale par chaque autorité en charge de leur contrôle à ce niveau. Dans l'autre, il s'agit de façon indépendante de la Commission mais en lien avec la banque centrale, de vérifier la solidité des institutions financières. Dans un cas, on est sur l'euro-système, dans l'autre, sur l'Europe bientôt à 27.

En résumé, pour l'AMAFI, il n'est pas souhaitable de rapprocher l'une ou l'autre des AES, ni de concentrer des compétences transsectorielles sur une seule autorité (v. aussi infra en ce qui concerne la protection des consommateurs). En tout état de cause, de telles options engendreraient une réorganisation structurelle telle qu'elle nécessiterait au préalable une réflexion sui generis.

Cela ne signifie pas pour autant que des évolutions de structure différenciées selon les autorités ne pourraient pas être envisagées, en fonction notamment des besoins propres aux secteurs considérés.

✚ Lorsqu'elle est nécessaire, donner à l'AEMF les moyens d'assurer une convergence effective des pratiques de supervision des autorités nationales

L'AMAFI réaffirme sa conviction : il est particulièrement important d'assurer la convergence des pratiques de supervision des autorités nationales dans les domaines où le marché considéré est réellement paneuropéen. Les divergences fréquemment constatées en la matière constituent aujourd'hui une puissante source de fragmentation du marché, d'autant moins appropriée que le socle normatif est désormais très largement harmonisé.

Mais cette convergence ne s'impose que là où elle est nécessaire, c'est-à-dire lorsqu'il y a réellement un enjeu paneuropéen de structure de marché ou de concurrence. En ce cas, tous les efforts doivent être déployés pour rendre effective la convergence, sans doute par un renforcement des outils à la disposition de l'AEMF et en assurant une réelle autonomie des mécanismes permettant d'assurer cette convergence. A cet effet ce qu'on appelle la « peer review » ne peut répondre réellement au besoin. Il est naïf de croire que les conditions dans lesquelles cette revue est menée par des personnels mis à disposition par autorités nationales puis analysée au sein du *Board of Supervisors* de l'AEMF pourraient ne pas tenir compte des problématiques propres de chacun. Aussi, pour être effective, cette revue devrait être menée de façon sensiblement plus indépendante des entités qu'elle examine.

C'est particulièrement important dans le contexte du Brexit, notamment face à la volonté de certains États membres d'attirer des relocalisations d'activités financières sur leur territoire quitte à prendre des libertés avec la convergence. Il s'agit d'éviter la tentation d'une course au « moins disant », dangereuse à terme pour tous. Un exemple particulièrement critique à ce sujet est celui des conditions dans lesquelles peuvent s'effectuer les délégations de mandat de gestion au titre de l'article 13 la directive UCITS V.

Pour autant, la convergence et l'uniformité des solutions proposées ne doivent pas être un impératif absolu dans tous les cas. Les particularités pays par pays des activités de marchés, de crédit ou de d'assurance ne sont pas un mal en soi, bien au contraire : ce n'est que lorsque le marché est dans les faits, réellement paneuropéen que l'harmonisation s'impose. Dans le cas des autres marchés, ce qui doit primer absolument est la capacité des écosystèmes et marchés locaux à assurer le bon financement des entreprises et la bonne allocation de l'épargne : là encore, le principe de subsidiarité doit jouer pleinement.

Sur cet aspect, l'AMAFI s'interroge particulièrement sur l'opinion récemment publiée par l'AEMF concernant les contrats de liquidité (*Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts, ESMA 70-145-76*). Le degré de détail de ce document est contradictoire avec la notion même de Pratique de marché admise dont le sens est d'être « spécifique » à l'autorité nationale qui l'a admise (*MAR, art. 3-9*). En outre, à l'heure où de très nombreux chantiers menés par l'AEMF pour la mise en œuvre de MIF 2 et PRIIPs plus notamment, connaissent des retards très importants qui

nuisent à la bonne mise en œuvre de ces textes et placent les acteurs de marché dans des situations inextricables quand aux conditions dans lesquelles il leur sera possible de faire face à leurs nouvelles obligations, c'est le signe d'une priorisation problématique des urgences.

Revoir la gouvernance

Si la question de la gouvernance des AES devrait être envisagée dans le cadre d'une réflexion approfondie, l'AMAFI souhaite néanmoins formuler quelques premières observations :

- Le dispositif actuellement en exercice est relativement récent. Et il est d'autant plus difficile d'en tirer des enseignements clairs que, d'une part, il s'est mis en place pendant la période très particulière de l'après-crise financière et, d'autre part, qu'il est aujourd'hui confronté à la nouvelle donne que crée le Brexit.
- Des constats peuvent cependant être formulés sur différents aspects de son fonctionnement :
 - Délais de consultations souvent trop courts par rapport aux enjeux en cause, quand la consultation n'est même pas prévue (Q&A par exemple) au motif que les textes ne l'instituerait pas (*sur ce point, v. aussi infra « Améliorer la consultation »*) ;
 - Sentiment que dans de nombreux cas les observations formulées lors de la consultation sont sans incidence sur un résultat final déjà figé ;
 - Impossibilité pour les autorités nationales de discuter ouvertement avec leurs parties prenantes des sujets en cours d'examen au sein des AES alors pourtant qu'une telle discussion est souvent indispensable pour leur permettre de cerner les enjeux en cause et les positions à exprimer dans le cadre des travaux menés au niveau européen ;
 - Latitude parfois largement prise par rapport au mandat de niveau 1 pour détailler des aspects que ce dernier n'a jamais envisagés (avantage et recherche dans MIF 2 par exemple) ;
 - Limitation de la procédure de « *comply or explain* » aux seules Orientations, et donc impossibilité de connaître quelle application effective fait chaque autorité nationale des autres outils de convergence de niveau 3 ;
- Ces observations doivent toutefois aussi être tempérées compte tenu de la très forte pression exercée sur les AES au regard du nombre de textes à décliner, dans des délais sans commune mesure avec la complexité des questions à résoudre, dont certaines ne sont d'ailleurs que le renvoi au niveau 2 de celles qu'on a pas pu ou voulu trancher le niveau 1. De ce point de vue, et comme elle l'a déjà souligné avec plusieurs de ses homologues européens, l'AMAFI considère qu'il est nécessaire de faire évoluer la procédure d'entrée en vigueur des textes, trop souvent enfermée par les colégislateurs dans des délais irréalistes.
- La redéfinition du cadre de gouvernance des AES est d'autant plus difficile à opérer que ces dernières ne sont que l'expression d'autorités nationales dont la gouvernance, le champ de compétences et les pouvoirs de chacune peuvent eux-mêmes profondément varier. Comme elle l'a exprimée à diverses reprises depuis plusieurs années, l'AMAFI estime ainsi [qu'une étape indispensable du renforcement de la gouvernance des AES passe par une plus grande cohérence des autorités nationales qui les constituent.](#)

Parmi les pistes qui devraient être analysées à cette occasion, l'AMAFI considère que devrait être particulièrement étudiée [la mise en place au sein des autorités d'une structure permanente](#), de type directoire, qui pourrait s'inspirer de ce qui existe dans les agences américaines telles que la SEC et CFTC. La composition et les missions de cette autorité sont naturellement à préciser mais l'AMAFI estime que deux axes sont particulièrement importants :

- D'une part, en termes de composition, il semble impératif que la réalité des marchés nationaux en termes d'importance relative y soit reflétée structurellement,
- D'autre part, en termes de missions, une large autonomie d'initiative et de décision devrait être envisagée pour tout ce qui concerne les questions de convergence et la supervision des pratiques des entités membres (au lieu de la 'peer review' actuelle).

De manière alternative, si une telle structure ne peut être envisagée, alors, au minimum, les modalités de vote au sein des organes décisionnaires des AES devraient être revues de manière à rendre leurs pouvoirs en matière de convergence et de supervision des pratiques effectifs. Une extension de la procédure de vote à la majorité qualifiée devrait notamment être envisagée.

✚ Confier à l'AEMF un pouvoir en matière d'évaluation et de suivi des accords d'équivalence avec les pays-tiers

Aujourd'hui, l'Europe ne dispose pas d'une politique générale de traitement des pays tiers en matière de réglementation financière : ce sont en effet des dispositifs particuliers qui s'appliquent cas par cas, tels qu'ils sont déterminés par chaque texte au regard de son champ d'application.

Le Brexit conduit à modifier radicalement cette situation compte tenu du poids exceptionnel du Royaume-Uni dans les activités financières en Europe, mais aussi de sa proximité géographique. Sauf à rompre l'équilibre concurrentiel dans lequel évolueront les établissements financiers de la future Europe à 27, et partant à supprimer nombre de protections dont le législateur européen a jugé nécessaire de faire bénéficier les entreprises et épargnants de l'Union, il ne peut être envisagé que des produits et services financiers puissent être fournis librement et de droit depuis le Royaume-Uni selon des règles qui nécessairement seront identiques à l'origine mais pourront par la suite diverger : chaque partie (Union et Royaume Uni) seront en effet en droit de les modifier unilatéralement. Il est donc exclu d'accorder au Royaume-Uni un statut basé sur une équivalence reconnue à l'origine et considérée ensuite définitive.

D'ailleurs, la question n'est pas seulement celle des règles *stricto sensu*, mais aussi celle de la pratique de supervision qui pourra être adaptée de façon plus ou moins visible. Il est donc vital que toute reconnaissance d'équivalence (ou analogue) des réglementations soit précaire, c'est-à-dire évaluée périodiquement (sans doute au moins annuellement) dans une perspective d'agilité de concurrence, de systémicité et de protection des consommateurs, dans le cadre d'un régime ad'hoc qui permettra la remise en cause de l'équivalence lorsqu'elle n'est plus assurée.

Dans cette perspective, les réflexions en cours au niveau de la Commission européenne sur le régime européen d'équivalence (*EU equivalence decisions in financial service policy: an assesment, SWD(2017) 102 final*) s'orientent indéniablement dans la bonne direction.

Si la décision de reconnaître une forme d'équivalence ou d'accès doit par nature être prise à un niveau politique (codécision ou Commission), la constatation de sa réalité effective nécessitera des moyens et des compétences qui aujourd'hui ne peuvent être concrètement mis en œuvre que par les autorités européennes de supervision, et en particulier par l'AEMF.

A cette occasion devra en outre être posée la question du financement des travaux d'évaluation, puis de revue régulière, de l'équivalence. En la matière, la raison semble commander que le coût soit supporté par les pays tiers demandeurs, et en tous cas qu'il ne soit pas laissé à la charge, directe ou indirecte, des acteurs européens auxquels l'équivalence donne, au final, de nouveaux concurrents.

Enfin, s'agissant des modalités de coopération entre autorités des pays tiers et les AES, l'AMAFI souhaite insister sur la nécessité que toute participation des unes aux travaux des autres demeure

soumise à un principe de réciprocité et conditionnée à l'existence d'engagements très étroits, tels que l'application de la législation de l'UE et l'équivalence des législations comme cela est aujourd'hui prévu.

✚ *Le développement de pouvoirs existants et l'octroi de nouveaux pouvoirs doivent être limités à ce qui est pertinent et constitue un vrai besoin au niveau européen*

Un certain nombre de pistes sont évoquées dans le document de consultation. Parmi celles-ci, et au-delà de celles qui ont déjà été signalées précédemment, l'AMAFI souhaite relever plus particulièrement les suivantes :

- **Confier à l'AEMF un pouvoir de supervision transsectoriel en matière de protection des consommateurs.**

L'AMAFI juge cette piste inopportune, et d'autant plus qu'elle n'a jamais été évoquée au cours des réflexions précédentes. Ce n'est en tout état de cause pas une voie permettant de pallier d'éventuels dysfonctionnements du comité mixte réunissant les trois ESAs. La protection des consommateurs est déjà largement assurée par les textes qui relèvent de la compétence de l'AEMF : MIF 2 et PRIIPs sont des exemples récents particulièrement éclairants de ce point de vue. Et on ne voit pas l'expertise particulière dont pourrait se prévaloir l'AEMF pour décider, au regard de leur spécificité, du niveau de protection à assurer sur des produits et services relevant du secteur de la banque ou de l'assurance.

Cette option présenterait en outre le très fort inconvénient de créer un bloc de compétence spécifique au profit d'une autorité (AEMF) sans tenir compte des interactions que celui-ci pourrait avoir avec les compétences qui resteraient dans le champ des autres autorités (ABE et EIOPA). A titre d'exemple, des choix de protection du consommateur peuvent avoir de forts impacts en termes d'organisation de l'établissement, et réciproquement ...

En réalité, cette piste paraît avant tout constitutive d'un « lot de consolation » pour mieux faire émerger celle qui conduirait à la fusion de l'ABE et de l'EIOPA au sein d'une entité localisée à Francfort. Elle est inadmissible en tant que telle.

- **Confier à l'AEMF des compétences de supervision sur les chambres de compensation.**

Si la compétence de l'AEMF peut sembler évidente en première analyse, elle demande toutefois à être examinée avec soin. Alors que le caractère systémique des chambres de compensation s'accroît du fait de l'obligation pour les établissements financiers d'y avoir de plus en plus recours, l'un des principaux enjeux qui en découle est l'accès à la liquidité. De ce point de vue, la logique voudrait que la supervision directe de ces entités soit confiée aux Banques centrales et autorités en charge des banques, et donc pour ce qui concerne la zone euro, à la BCE et au mécanisme de supervision unique.

- **Confier à l'AEMF des pouvoirs en termes d'accès aux données et de reporting.**

Lorsque, concernant des marchés paneuropéens, des enjeux de convergence, de supervision directe et de protection et d'intégrité sont en question, il y a une logique à confier à l'AEMF des pouvoirs en termes de collecte de données et de rationalisation des canaux de déclarations. Pour autant, cela ne devrait pas conduire à alourdir la charge qui pèse sur les participants de marché, notamment en dupliquant les exigences auxquelles ils doivent faire face, surtout si elles impliquent des formats différents.

En tout état de cause, cette question de l'accès aux données serait sans objet si, comme l'AMAFI et d'autres voix le demandent depuis plus de 10 ans, l'Union européenne s'était engagée sur la voie d'[une consolidated tape](#). Las, sous prétexte de laisser faire les forces du marché, et malgré les intérêts évidents d'une telle solution, la Commission européenne n'a jamais souhaité s'y engager. [Il est donc urgent de réexaminer cette solution](#).

- **Confier à l'AEMF des pouvoirs en matière d'audit et de comptabilité.**

Ces questions, outre qu'elles nécessitent une expertise forte et très spécifique, s'inscrivent dans un cadre institutionnel complexe où interagissent les niveaux international (IASB) et européen (EFRAG) d'une façon qui n'est pas toujours très harmonieuse, ni cohérente, au détriment de la capacité des entreprises européennes à créer la croissance dont a besoin l'Union.

Dans ce contexte, [l'attribution de pouvoirs en la matière à l'AEMF semble surtout susceptible de créer encore plus de complexité](#). En tout état de cause, au regard des priorités que doit gérer l'AEMF, cet aspect apparaît totalement secondaire. Il ne s'agit pas de donner à tout prix de nouvelles compétences à l'AEMF mais d'assurer qu'elle est en mesure d'exercer avec efficacité les missions qui lui sont confiées pour permettre le développement du grand marché intégré au service du financement de l'économie et de l'allocation de l'épargne.

- Dans ce cadre toutefois, compte tenu de leur nature paneuropéenne, [l'AMAFI verrait un intérêt à confier à l'AEMF un pouvoir de supervision direct](#) en ce qui concerne les « **indices de référence d'importance critique** » au sens du règlement *Benchmark* ([Règl. 2016/1011, art. 3-25](#))

De manière générale, l'AEMF n'a pas à vocation à être une autorité de supervision directe. Elle ne doit exercer cette fonction que par rapport aux structures qui comporte une vraie dimension européenne, comme déjà les agences de notation ou les référentiels centraux. En tout état de cause, l'accroissement de son champ de compétence doit être progressif au regard des autres fonctions qu'elle doit prioritairement assumer, et au premier rang desquelles figurent aujourd'hui la convergence des pratiques de supervision.

Améliorer les mécanismes de consultation

Si le mécanisme de consultation des différentes parties prenantes par l'AEMF s'est indéniablement amélioré, il demeure largement introverti, notamment du fait des négociations entre régulateurs membres. De ce point de vue, il serait important de mieux formaliser et uniformiser les conditions de travail des différents groupes consultatifs, afin de les mettre en mesure de contribuer pleinement et opportunément aux travaux de l'Autorité. Mais, compte tenu de la technicité et des enjeux des dossiers, il est plus important encore qu'une dialogue étoffé et nourri se développe à propos des textes examinés par les AES, d'une part entre elles et les professionnels, et d'autre part au niveau national. Il importe à ce sujet que les autorités nationales puissent travailler, sur une base documentée, avec les acteurs que chacune supervise, afin d'alimenter dûment les réflexions et les travaux au sein de l'Autorité européenne.

Revoir les modalités de financement

La question du financement est bien sûr importante. D'elle dépend la capacité des ESAs à se doter des moyens humains et techniques nécessaires pour faire face à leurs missions avec le maximum d'efficacité.

L'AMAFI n'est de ce point de vue pas opposée à ce qu'une partie de ce financement soit assurée par les acteurs qui sont dans le champ d'action de l'une ou l'autre autorité européenne. Pour autant, la

détermination du niveau de ce financement et de son mode doit impérativement prendre en compte plusieurs facteurs :

- Les modalités de financement des autorités nationales sont très diverses, et dans un certain nombre de cas les acteurs qui financeraient les autorités européennes financent déjà, et parfois pour des montants non négligeables, leurs propres autorités nationales. Il y a là une situation potentielle de discrimination concurrentielle entre acteurs qui doit absolument être prise en compte.
- Que le financement soit public ou privé au niveau national ou européen, il ne peut y avoir duplication. Le financement de l'autorité européenne doit se traduire par une diminution du financement de l'autorité nationale : la supervision européenne doit aussi permettre des gains d'efficacité par économies d'échelles : le développement d'une *consolidated tape* est un exemple par rapport au développement de base de données nationales qui peuvent conduire un même acteur à contribuer à différentes de ces bases sur des formats différents.
- Tous les acteurs ne bénéficient pas dans les mêmes proportions d'une dimension accrue des ESAs. Ce bénéfice est en fait directement attaché à l'intensité de leur offre transfrontière de produits et de services. Lorsque cette offre est faible, les acteurs peuvent même se retrouver confrontés à une plus grande difficulté à faire entendre leurs préoccupations par l'autorité européenne.
- Un financement exclusivement en provenance de l'industrie ne peut être envisagé car pouvant porter atteinte à la nécessaire indépendance des ESAs. En tout état de cause, ce financement doit pouvoir traverser les phases du cycle économique auquel les activités financières sont très sensibles, seul moyen d'assurer la pérennité des actions que mènent les ESAs sans faire porter une charge intolérable aux acteurs au moment même où ils sont le plus fragiles.
- Si l'option d'un financement indirect était retenue, une transparence totale des répartitions entre les sommes finançant l'autorité nationale et celles finançant l'AES devrait alors être prévue, afin d'éviter toute confusion quant aux coûts de la supervision européenne par rapport à celui de la supervision nationale.



REVIEW OF THE FRAMEWORK FOR THE EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES

-
Consultation by the European Commission

Association française des marchés financiers (AMAFI) is the trade organisation working at national, European and international levels to represent financial market participants in France. It acts on behalf of credit institutions, investment firms and trading and post-trade infrastructures, regardless of where they operate or where their clients or counterparties are located. AMAFI's members operate for their own account or for clients in different segments, particularly organised and over-the-counter markets for equities, fixed-income products and derivatives, including commodities. Nearly one-third of members are subsidiaries or branches of non-French institutions.

AMAFI has always paid close attention to discussions about Europe's supervisory framework for financial activities, starting with the creation of the original Forum of European Securities Commissions (FESCO), which went on to become the Committee of European Securities Regulators² (CESR). Thereafter it kept abreast of the work leading up to the establishment in 2010 of the European system of financial supervision, which comprises the European Systemic Risk Board alongside three sector-specific European supervisory authorities (ESAs).

AMAFI is keen to provide its input once more to the debates being held around the European Commission's review of the legal framework within which the ESAs operate. Reflecting the activities of its membership, AMAFI is concentrating its feedback mainly on the European Securities and Markets Authority (ESMA).

Besides addressing the specific questions raised by the consultation, AMAFI would like to highlight a number of key ideas that should guide this review.

Set up a Committee of Wise Men to propose ways of strengthening European supervision

European financial supervision has been gradually structured over time by work conducted within high-level discussion groups. The Lamfalussy Committee, the Inter-institutional Monitoring Group (IIMG) and the Larosière Committee all played decisive roles in the changes made over the last 20 or so years.

The current need for greater convergence in supervisory practices is more or less self-evident (*see also comments below on effective convergence in national authorities' supervisory practices*). But with Europe's financial system facing upheaval as a result of Brexit, care must be taken in determining the conditions that need to be met in order to achieve this goal as efficiently and quickly as possible. The change in the landscape due to Brexit is all the more profound because less than a year ago, no-one

² Pierre de Lauzun, AMAFI's Chief Executive, was one of the IIMG's six experts between 2005 and 2007. The thinking that came out of that group informed a number of institutional changes to the European authorities (*see below*).

really expected the decision made by the British people. Moreover, the effects on European integration will be magnified in the financial sector as the EU's main financial centre – home to much of the expertise used to finance the EU economy and allocate European savings – will soon be outside the EU and beyond its control.

Accordingly, AMAFI is baffled by the reasons given by the European Commission for having a consultation period of just eight weeks. Quite apart from the fact that some proposals contained in the consultation paper themselves require wide-ranging, prior discussions, the environment in which the ESAs operate is in the midst of deep-seated changes. In particular it is impossible at present – and this situation will probably last for many months to come – to know with sufficient accuracy how future UK/EU relations are going to be organised and hence to draw up clear guidelines in terms of needs.

While an in-depth discussion of this issue is more necessary than ever, it will inevitably take time: the analysis must meticulously weigh the issues and possible solutions, keeping in mind that the aim is to build a durable and resilient supervisory system that can expand its scope as Europe's integrated market in financial products and services grows.

For AMAFI, discussions on the framework for financial supervision call for the creation of a special structure led by a high-level expert committee that is given the time it needs to perform a proper evaluation and make proposals to match the challenges.

Keep a tripartite supervisory architecture with multiple centres

While the question of relocating the European Banking Authority (EBA) obviously comes up in the context of the UK's departure from the EU, the idea of overhauling the supervisory architecture by merging EBA with the insurance supervisor, EIOPA, into a new entity potentially headquartered in Frankfurt while ramping up ESMA's consumer protection powers, steers the consultation towards key questions with serious ramifications. This is inappropriate, all the more so because we are dealing with aspects that were not discussed previously and cannot therefore be thrown onto the table in the assumption that they should secure a sufficient consensus. These questions and potential alternatives should be the subject of a thorough examination by the abovementioned committee of experts.

It is important to underline that the potential synergies from merging EBA and EIOPA would be weak, insofar as banks and insurers are governed by different sets of legislation covering very different risks. In France, where supervision of both segments is theoretically consolidated within the Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (Authority for Prudential Oversight and Resolution – ACPR), in fact Frankfurt supervises the largest banks while the ACPR looks after the entire insurance sector.

Moreover, relocating to Frankfurt would send an extremely negative signal (especially for the vision of European integration shared by many nations) by concentrating virtually the entire European financial system, as far as public policy is concerned, in that city. As AMAFI has repeatedly stressed, Europe needs subsidiarity and diversity, not an all-powerful centre.

Another point to consider is that, at European level, the purpose and geographical reach of the ESAs differ markedly from those of other supervisory authorities such as the Single Supervisory Mechanism (SSM). In the one case, the idea is to work closely with Level 1 and the Commission in setting the applicable rules and ensuring they are adapted in a harmonious manner nationally by the authorities responsible for their oversight at that level. In the other, the goal is to work independently of the Commission but in conjunction with the central bank to verify the soundness of financial institutions. On the one hand, we are dealing with the Eurosystem, while on the other we have the soon to be EU-27.

In short, AMAFI thinks it is inadvisable to merge the ESAs or to concentrate cross-sector powers with a single authority (see also the comments below regarding consumer protection). In any event, such options would entail such substantial reorganisations that a specific discussion would be required.

However, this does not mean that specific structural changes could not be proposed for each Authority, notably to reflect the individual needs of their sectors.

✚ When required, give ESMA the means to ensure effective convergence in national authorities' supervisory practices

AMAFI reiterates its firmly held belief that it is vital to ensure convergence in the supervisory practices of national authorities in areas where the market in question is truly pan-European. The frequently observed discrepancies in this area represent a serious source of market fragmentation, which is all the more inappropriate since the regulatory foundations are now extensively harmonised.

Yet convergence must take place only where it is needed, namely where there is a genuine pan-European issue of market structure or competition. In such cases, every effort must be brought to bear to make convergence effective, probably by strengthening the toolkit provided to ESMA and ensuring that the mechanisms used to verify convergence are truly autonomous. In this respect, the peer review process is not really fit for purpose. It is naive to imagine that the conditions under which such reviews are conducted by staff on secondment from national authorities and then analysed by ESMA's Board of Supervisors can be separated from the specific issues faced by each participant. To be effective, these reviews must be conducted far more independently of the entities under examination.

This is especially important in the context of Brexit, given the desire of some Member States to persuade financial activities to relocate within their territory, even at the expense of taking liberties with convergence. The aim should be to avoid a race to the bottom that would be bad for everyone in the long run. A particularly critical point in this respect concerns the conditions in which management mandates may be delegated under the UCITS V Directive (Article 13).

Still, convergence and uniformity of the proposed solutions should not be the absolute priority in every case. The national particularities of market, credit and insurance activities are not inherently bad, far from it: harmonisation is required only when a market is truly pan-European. In the case of other markets, what matters above all is the ability of local ecosystems and markets to ensure that companies are well financed and that savings are properly allocated. Here again, the subsidiarity principle must apply in full.

On this point, AMAFI questions ESMA's recently published opinion on liquidity contracts (Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts, ESMA 70-145-76). The level of detail contained in this document is at odds with the very notion of an accepted market practice, which is supposed to be "specific" to the national authority that accepts it (MAR, Art. 3-9). Furthermore, at a time when many of the projects being conducted by ESMA to implement MiFID 2 and PRIIPs in particular are suffering serious hold-ups that are interfering with proper implementation of the legislation and placing market participants in impossible situations as regards the conditions under which they will be able to meet their new obligations, this points to misplaced priorities.

Review governance arrangements

Although the question of the ESAs' governance needs to be addressed as part of an in-depth discussion, AMAFI would like to make a few preliminary remarks:

- The existing set-up is relatively recent. Coming to clear conclusions about these arrangements is further complicated because they were introduced during the highly unusual post-financial crisis period and they also have to contend with the new state of affairs created by Brexit.
- Even so, a number of points may be made about how the governance arrangements function:
 - Consultation periods are often too short given the issues in question, and in some cases consultations are not even held (Q&As for example) on the grounds that they are not required by the legislation (on this point, see also "Improve consultation mechanisms" below);
 - There is a sense that in many cases the feedback to consultations is not taken into account because outcomes are pre-determined;
 - National authorities and their stakeholders cannot openly discuss subjects under review within ESAs, whereas such a discussion is often crucial to enable them to identify the issues and the positions to adopt during work at European level;
 - Broad latitude is sometimes taken relative to the Level 1 mandate in detailing aspects not covered by the mandate (such as inducements and research in MiFID 2);
 - Comply-or-explain is restricted to guidelines, making it impossible to know how each national authority is effectively applying the other Level 3 convergence tools;
- These observations need to be put into context, however, considering the severe pressure on the ESAs, given the many pieces of legislation to be adapted, in timeframes that are completely out of step with the complexity of the questions to be addressed, some of which have merely been shifted to Level 2 after participants could not or would not settle them at Level 1. From this point of view, as it and several of its European sister organisations have already stressed, AMAFI believes that steps are needed to change the procedure for bringing legislation into force, as the process is too often squeezed by legislators into unrealistic timeframes.
- Overhauling the ESAs' governance framework is made even harder because these authorities merely represent national authorities whose own governance arrangements, jurisdiction and powers vary extensively. As it has repeatedly said in recent years, AMAFI believes that greater consistency among member national authorities is needed as the first step towards strengthening ESAs governance.

Among the possible ways forward that ought to be considered in this regard, careful thought should be given to setting up some kind of permanent board-type structure for the ESAs, along the lines of the set-up seen in US agencies such as the SEC and CFTC. The composition and tasks of this authority would of course have to be determined, but two things are especially important in AMAFI's view:

- It is vital that the composition should reflect the actual situation of domestic markets in terms of their relative importance;
- In terms of tasks, the authority should have broad autonomy to take the initiative and make decisions on anything relating to questions of convergence and supervision of member entity practices (replacing the current peer review system).

Alternatively, if such a structure is not feasible, then at the very least the voting procedures within the ESAs decision-making bodies ought to be reviewed to make their powers in terms of convergence and supervision of practices effective. Extending qualified majority voting, in particular, should be considered.

✚ Give ESMA the power to assess and monitor equivalence agreements with third countries

At present, Europe lacks an overall policy for third countries in terms of financial regulation: specific arrangements apply on a case-by-case basis as determined by each piece of legislation with regard to its scope.

Brexit is radically changing this situation because of the UK's exceptional presence in European financial activities and geographical proximity. It is inconceivable that financial products and services can be provided freely and automatically from the UK based on rules that will necessarily be identical at the outset but that could diverge subsequently as each party (EU and UK) will be entitled to change them unilaterally. Allowing such provision of products and services could upset the competitive balance in which the future EU-27's financial institutions operate and interfere with many of the protections that European lawmakers have seen fit to create for EU companies and individual investors. Accordingly, there is no question that the UK should be granted a status based on equivalence that is recognised at the outset and deemed definitive thereafter.

Furthermore, the question is not only that of rules in the strict sense, but also of supervisory practices, which may be changed more or less obviously. For this reason, it is vital that any recognition of regulatory equivalence (or similar arrangement) should be temporary, i.e. reassessed periodically (at least annually), with regard to questions of competitive agility, systemic importance and consumer protection, under a special regime and challenged if equivalence ceases to be ensured.

With this in mind, the current discussions underway within the European Commission concerning the European equivalence regime (*EU equivalence decisions in financial service policy: an assessment, SWD(2017) 102 final*) are definitely a step in the right direction.

While the decision to recognise a form of equivalence or access should inherently be taken at a political level (codecision or Commission), assessing its actual reality will take resources and skills that only the ESAs, particularly ESMA, can bring to bear at this time.

There is also the question of funding for equivalence assessments and reviews. It would be reasonable for the cost to be borne by applicant third countries. It should certainly not fall directly or indirectly to the European firms that will ultimately be faced with new competitors as a result of equivalence.

In addition, as regards the procedures for cooperation between third country authorities and the ESAs, AMAFI wishes to stress the need for any participation by authorities in the work of other authorities to remain subject to the principle of reciprocity and conditional on the existence of very specific commitments, such as application of EU legislation and the equivalence of legislation, as currently provided for.

✚ Any expansion of existing powers and granting of new powers must be limited to what is relevant and truly needed within Europe

The consultation document mentions a number of possible avenues. Beyond those touched on above, AMAFI wishes to pick out the following for comment:

- **Give ESMA cross-sector supervisory powers to protect consumers.**

AMAFI does not feel that this is the right way forward, not least because it was never mentioned in earlier discussions. At any rate, it is not the way to address problems with the combined committee of the three ESAs. Consumer protection is already largely covered by legislation that

comes within ESMA's jurisdiction: MiFID 2 and PRIIPs are good recent examples. Moreover, it is hard to see the specific expertise that ESMA can draw on to determine the level of protection needed for products and services from the banking or insurance sectors, given their peculiarities.

This option would also have the severe drawback of creating a specific block of powers for a single authority (ESMA) without taking account of potential overlap with the powers that remain within the scope of the other authorities (EBA and EIOPA). For example, consumer protection choices may seriously impact firm organisation and vice-versa.

In truth, this proposal looks primarily like a kind of "consolation prize" designed to ease the way for another proposal that would see EBA and EIOPA merge within an entity located in Frankfurt. It is unacceptable as such.

- **Give ESMA powers to supervise central counterparties (CCPs).**

While at first glance it might seem obvious that ESMA should have jurisdiction, this question should nonetheless be carefully considered. Whereas CCPs are becoming more systemically important owing to the obligation placed on financial institutions to step up their use of such entities, one of the key associated challenges is access to liquidity. From this point of view, [logic would dictate that direct CCP supervision should be entrusted to central banks and banking authorities, and hence, in the case of the euro area, to the ECB and the SSM.](#)

- **Give ESMA powers in terms of data access and reporting.**

If issues of convergence, direct supervision, protection and integrity of pan-European markets are involved, it might make sense to give ESMA powers in terms of gathering data and rationalising reporting channels. However, this must not increase the burden on market participants, particularly by duplicating the requirements that they have to meet and especially if these entail different formats.

Whatever the case may be, this matter of access to data would be a non-issue if, as AMAFI and others have been suggesting for over ten years, the EU were to go down the [consolidated tape](#) route. Unfortunately, despite the obvious merits of such a solution, the European Commission has always resisted taking this route, supposedly in order to let market forces play. [It is urgent to re-examine this solution.](#)

- **Give ESMA audit and accounting powers.**

Besides requiring considerable and highly specific expertise, these issues are set in a complex institutional framework in which the international (IASB) and European (EFRAG) levels interact in ways that are not always very harmonious or consistent, to the detriment of the ability of European firms to create the growth that the Union needs.

[Giving powers to ESMA therefore seems chiefly likely to add to the complexity.](#) At any rate, in view of the priorities that ESMA has on its plate, this aspect looks utterly secondary. The aim is not to give ESMA new powers at all costs but rather to ensure that the authority is able to effectively perform the tasks entrusted to it in order to promote the development of a large integrated market that will support economic financing and the allocation of savings.

- That being said, [AMAFI would see value in giving ESMA direct supervisory powers](#) over the "**critical benchmarks**" referred to in the European Benchmark Regulation ([Reg. 2016/1011, Art. 3-25](#)), given the pan-European nature of these indices.

In general, ESMA is not intended to be a direct supervisory authority. It is only meant to perform this function for structures with a genuinely European dimension, as it does already for credit rating agencies and trade repositories. Whatever the case may be, its jurisdiction should be extended gradually, having regard to the other functions that must take priority, most notably supervisory convergence.

Improve consultation mechanisms

While the mechanism for ESMA to consult with stakeholders has unquestionably improved, it remains largely inward-looking, notably because of negotiations between member regulators. From this perspective, it is important to do a better job of formalising and standardising the working conditions of the consultative groups to allow them to contribute fully and in a timely fashion to the authority's work. However, given the technical level and issues involved in these projects, it is even more important to foster extensive and well-informed dialogue about the legislation reviewed by the ESAs, both between the authorities and industry, and at domestic level. In this regard, it is important for national authorities to be able to work on a documented basis with the participants that they supervise, in order to gather appropriate input for discussions and work within ESMA.

Review funding procedures

The question of funding is important, of course, and will shape the ability of the ESAs to obtain the human and technical resources needed to discharge their tasks with maximum effectiveness.

AMAFI is not against a portion of this funding being provided by participants that are under the jurisdiction of one or other of the European authorities. But when determining the level of financing and the associated procedures, several factors must be taken into account:

- National authorities employ a wide range of funding approaches, and in some cases the participants that would finance the European authorities already fund their own national authorities, sometimes providing substantial amounts. This creates a potential competitive discrimination situation that must be recognised.
- Whether funding is public or private at European or national level, duplications must be avoided. Financing for the European authority should result in reduced financing for the national authority: European supervision should also enable efficiency gains through scale economies. The establishment of a consolidated tape is an example, as contrasted with the creation of national databases that might require the same participant to contribute to different bases using different formats.
- Not all participants will benefit to the same degree from an enhanced dimension for ESAs. The benefits are directly linked to the intensity of firms' cross-border activities. If these activities are small in scale, participants could actually find it harder to convey their concerns to the European authority.
- Full funding by industry is out of the question because it could interfere with the ESAs' required independence. Whatever happens, funding must be capable of continuing through the phases of the business cycle, to which financial activities are highly sensitive, as this is the only way to ensure the longevity of the actions conducted by ESAs without placing an unacceptable burden on participants precisely when they are at their weakest.
- If the option of indirect funding is taken, total transparency on the breakdown of funding for the national authority and the ESAs must be ensured to avoid any confusion about the costs of European vs. national supervision.

၈ ၀ ၃