

An English version is  
available after page 7.

## REVUE DES AES PROPOSITION DE LA COMMISSION EUROPEENNE - POSITION DE L'AMAFI

Le 20 septembre, la Commission européenne a publié une proposition de directive omnibus (*COM(2017) 536 final*) modifiant les règlements relatifs aux trois autorités européennes de supervision financière (AEMF, ABE et EIOPA) ainsi que différents textes sectoriels (la Proposition). Cette publication fait suite à la consultation publique menée au cours du second trimestre 2017 « *on the operations of the European Supervisory Authorities* », à laquelle l'AMAFI avait apporté sa contribution (*AMAFI / 17-35*).

Conformément à ses engagements pour l'amélioration de la réglementation, la Commission a ouvert la possibilité pour les parties intéressées de donner leur avis sur la Proposition. Une synthèse des avis ainsi reçus sera communiquée au Parlement et au Conseil, qui en tant que colégislateurs, sont appelés à la discuter en vue de son adoption.

L'AMAFI est l'association professionnelle représentant les acteurs de marché financier et de post-marché établis en France, où qu'ils interviennent et quel que soit le lieu de résidence de leurs clients et contreparties. Elle regroupe ainsi plus de 130 adhérents qui agissent sur les différents segments 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.

A ce titre, l'AMAFI est particulièrement intéressée par la Proposition. Sous réserve de ce que révélera l'analyse approfondie qu'elle mène actuellement, elle souhaite d'ores et déjà mettre en exergue quelques éléments qu'elle estime susceptible d'orienter utilement la réflexion du Parlement et du Conseil. Ces éléments concernent spécifiquement l'AEMF qui, compte tenu de l'activité de ses adhérents, intéresse prioritairement l'AMAFI, même si bien sûr certaines observations sont déclinables en ce qui concerne les autres autorités.

### OBSERVATIONS GENERALES

---

- [Les orientations générales de la Proposition sont pleinement soutenues dans leur principe](#) par l'AMAFI, même si certains aspects doivent être approfondis comme cela est souligné par ailleurs. Ces orientations rejoignent en effet nombre de souhaits qu'elle a formulés à l'occasion de la consultation menée au cours du premier semestre 2017.

- Il faut toutefois relever que le dispositif envisagé, pour une large part, repose sur la nécessité d'une convergence qui ne peut être assurée qu'en rassemblant dans la main de l'AEMF, certaines compétences aujourd'hui exercées au niveau national.

Cet objectif marque ainsi l'échec de l'une des ambitions au cœur du mécanisme du passeport européen, central en matière de réalisation du marché intégré : il signifie en effet que [n'existe toujours pas la confiance nécessaire entre les différentes autorités des États membres sur leur capacité à exercer de façon homogène leurs pouvoirs](#).

Cette absence d'homogénéité a de multiples sources, mais l'une d'entre elles est certainement liée à la disparité des champs de compétence et des pouvoirs impartis à chaque autorité nationale. Il faut regretter alors que la démarche n'envisage pas également comment il serait possible de tendre à plus d'harmonisation sur ce terrain.

La convergence ne doit pas érigée en dogme : elle ne s'impose que lorsque des enjeux paneuropéens existent réellement, particulièrement sur le terrain de la concurrence entre acteurs ou pour éviter le *shopping* réglementaire. 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 : en la matière, le principe de subsidiarité doit jouer pleinement et la compétence des autorités nationales doit être reconnue.

Si la Proposition semble équilibrée de ce point de vue, il est en revanche particulièrement important que cette préoccupation reste présente à l'esprit des colégislateurs pendant la discussion.

- L'expérience des dernières années, caractérisée il est vrai par une charge de travail très importante à assumer, met en évidence toute l'importance d'une bonne interaction entre l'AEMF et les parties prenantes.

Actuellement, ces interactions restent beaucoup trop faibles. Or la qualité de la régulation repose sur la compréhension des problématiques auxquelles sont confrontées ces parties prenantes (v. aussi infra la question du financement) le cas échéant pour ne pas les prendre en compte si leur analyse révèle qu'elles ne sont pas compatibles avec l'objectif de régulation assigné.

Il est anormal que l'AEMF ne soit pas plus transparente sur les travaux qu'elle mène, ni ne consulte plus largement sur les solutions qu'elle se propose d'arrêter, quand bien même elle n'y est pas tenue juridiquement (Q&A vs Orientations). Il est encore plus anormal que les régulateurs nationaux aient seulement la possibilité d'évoquer ces travaux avec leurs assujettis mais avec l'interdiction de communiquer les rédactions en cours d'élaboration.

A quelques semaines de la mise en œuvre de textes extrêmement importants comme MIF 2 et PRIIPs, la situation que révèle cet état de fait est très insatisfaisante : les éléments d'appréciation qui sont fournis aux régulateurs nationaux et partant, aux acteurs, restent souvent trop imprécis par nécessité de trouver un compromis acceptable par une majorité de régulateurs, quand ils ne sont pas mal fondés juridiquement, voire procédant d'une analyse erronée ; trop souvent par ailleurs, il est ajouté de la complexité à des dispositifs qui aujourd'hui sont déjà reconnus comme trop complexes. La capacité des parties prenantes à pouvoir porter une appréciation sur les rédactions en cours d'élaboration puis à formuler un avis formel au travers d'un processus de consultation serait sans aucun doute une façon de réduire, sinon supprimer, ces difficultés.

Il est essentiel que cette problématique soit prise à bras le corps dans le cadre du processus de révision. A défaut, les acteurs concernés par les transferts de compétence à l'AEMF perdront la relation de qualité qui découle de la proximité qui est aujourd'hui la leur avec leur régulateur national. L'AMAFI formulera ultérieurement des propositions en ce sens auprès des colégislateurs.

- Même si l'enjeu du financement de l'économie est effectivement identifié par la Commission dans ses explications sur le contexte de la Proposition, cette dernière, notamment dans ses considérants, met particulièrement en avant un seul double objectif : le maintien de la stabilité financière d'une part, l'accroissement de la protection du consommateur d'autre part.

La légitimité de ce double objectif est indubitable. Pour autant, outre qu'elle peut d'ailleurs conduire au maintien d'une certaine fragmentation compte tenu des divergences nationales subsistantes (v. aussi infra), la protection du consommateur nécessite d'être soupesée au regard des enjeux constitués par le financement de l'économie.

Et ce d'autant plus que le renforcement des règles prudentielles qui pèsent sur les banques est de nature à réduire leur capacité à financer l'économie, ce qui s'est déjà traduit dans la zone euro (mais pas en France) par une baisse de l'encours des prêts bancaires depuis la crise. Au vu de ce contexte, [le financement de l'économie par les marchés prend une importance accrue comme le met en évidence l'initiative d'Union des marchés de capitaux.](#)

[Cet aspect doit être traduit dans les textes](#) pour éviter que, comme aujourd'hui, les travaux de l'AEMF ne maintiennent un biais qui occultent trop souvent les préoccupations liées au fonctionnement des marchés de gros. A l'heure du Brexit, alors que sur ces activités la Place de Londres dispose d'une prééminence totale, il serait regrettable que les entreprises et investisseurs professionnels européens continuent à se tourner prioritairement vers elle au seul motif que l'Europe ne serait pas en mesure de leur proposer les bonnes solutions.

- Si certaines dispositions sont spécifiques à l'AEMF, beaucoup d'entre elles demeurent néanmoins largement communes aux 3 Autorités, manifestement envisagées comme un bloc dont l'homogénéité doit être préservée. L'AMAFI estime que [cette homogénéité doit être questionnée : des évolutions différenciées peuvent se justifier](#), non seulement en raison de domaines d'attribution de nature différente, ou parce que l'AEMF se situe à un stade d'évolution plus avancé que l'ABE ou l'EIOPA, mais également parce que le besoin de convergence est sans doute plus grand en matière de marché.

## OBSERVATIONS SPECIFIQUES

---

### Conseil Exécutif

- Comme elle l'a souligné lors de la consultation, [l'AMAFI soutient la mise en place de l'organe indépendant que constitue le Conseil exécutif](#). Cette création est en effet de nature à [atténuer les risques de conflits d'intérêts](#) inhérents à l'organisation actuelle, et donc à [accroître l'intensité du travail de convergence](#) mené.

Pour que le Conseil Exécutif puisse pleinement jouer le rôle qui lui est assigné, il est impératif toutefois qu'il soit [composé de personnalités de haut niveau](#) qui, par leur expérience, seront en mesure de dégager une vision stratégique. Alors que la charge de travail est réelle, et sauf à ce que les décisions de ses membres dépendent trop du travail réalisé par d'autres, cela suppose notamment de pouvoir leur proposer des conditions de rémunération suffisantes. Les règles générales de gestion des conflits d'intérêt devraient par ailleurs trouver à s'appliquer.

### Pouvoirs directs

- [L'accroissement des pouvoirs de supervision directe de l'AEMF sur les domaines visés rejoint dans l'ensemble les champs de compétence directe que l'AMAFI avait estimés pertinents](#) compte tenu de leur dimension paneuropéenne.

Pour autant, et comme déjà souligné, l'attribution de nouveaux pouvoirs directs doit rester limitée aux domaines où une valeur ajoutée de l'AEMF est avérée ou la nécessité d'une approche paneuropéenne est justifiée. Les problématiques nationales ou régionales doivent avant tout être traitées par les superviseurs locaux qui ont une meilleure connaissance des spécificités locales ainsi que des besoins des émetteurs et des investisseurs, et avec qui les participants de marché ont l'habitude d'interagir.

- Les questions de protection du consommateur ont une spécificité particulière compte tenu des différences d'environnement qui existent, même entre pays partageant la même frontière.

A ce stade de l'intégration européenne et alors qu'il n'y a pas d'enjeu paneuropéen avéré, il n'y a pas de raison de confier en la matière à l'AEMF des pouvoirs particuliers sous deux réserves toutefois :

- L'une est que les dispositions nationales n'entravent pas indûment le bon fonctionnement du marché de gros lorsqu'il est paneuropéen ;
- L'autre est que l'inaction d'un régulateur national n'ait pas des conséquences sérieuses pour les consommateurs d'autres États membres.

- Plus précisément, en matière de supervision directe, les points suivants doivent être relevés :

✓ **Centralisation des données**

- Comme elle le soutient depuis de nombreuses années, l'AMAFI est favorable à une centralisation des données de marché au regard des objectifs de transparence et de diminution des coûts qui sont mis en avant par la Commission.

Pour autant, la centralisation proposée interviendra dans le contexte MIF 2 qui, avec un coût élevé, a entraîné une remise à plat massive des systèmes de déclaration de données. Il est dès lors particulièrement important de veiller à ce que la transition des systèmes ainsi mis en place vers le nouveau système s'opère sans développement informatique excessif pour les opérateurs marchés et leurs participants directs ou indirects.

En tout état de cause, il convient de subordonner ce transfert de compétences aux résultats du programme d'évaluation des différents systèmes de déclarations en matière de supervision financière (Fitness Check of supervisory reporting requirements) que la Commission européenne (DG FISMA) vient de lancer ainsi qu'à ceux de l'actuel projet 'Financial Data Standardisation' (FDS) qui vise à cartographier, jusqu'au niveau de la donnée demandée, toutes les exigences actuelles de déclarations et à explorer des voies d'optimisation. Pour atteindre les objectifs soulignés, il est impératif d'assurer que la centralisation soit l'occasion d'optimiser les systèmes existants.

✓ **Prospectus**

- L'AMAFI estime particulièrement opportun que l'AEMF centralise la supervision des prospectus des émetteurs de pays tiers afin de prévenir toute possibilité de shopping réglementaire.

D'une façon générale, l'AMAFI considère que le transfert à l'AEMF de pouvoirs en matière de prospectus devrait être limité aux marchés de gros paneuropéens.

✓ **Fonds EuVECA, EuSEF, EFTIF**

Il faut prendre en compte le fait que l'intérêt que présentent ces fonds pour les investisseurs dépend d'abord des législations nationales. Il n'est alors pas assuré l'AEMF maîtrise suffisamment ces spécificités locales pour que sa supervision soit pleinement adaptée.

## No-action letters

- La possibilité de doter l'AEMF d'un instrument suspensif similaire aux « *no-action letters* » utilisées aux États-Unis est souvent évoquée. Il est régulièrement opposé que le statut de ces instruments ne permettrait pas d'en confier l'usage à des autorités européennes du fait de l'équilibre institutionnel qu'il conviendrait de respecter. Plusieurs éléments conduisent toutefois à considérer que ce point devrait faire l'objet d'une analyse juridique précise dans la mesure où le principal obstacle semble être lié à une jurisprudence aujourd'hui ancienne (et peut-être dépassée) de la CJUE. En tout état de cause, force est de constater qu'un tel instrument a déjà été utilisé par une agence européenne (v. la « No-action Letter » sur la législation REMIT émise par le département de la surveillance des marchés de l'ACER en date du 7 janvier 2015).

## Pouvoirs de sanction

- La crédibilité des compétences et pouvoirs centralisés par l'AEMF dépend de sa capacité à sanctionner les manquements constatés. De ce point de vue, l'attribution de pouvoirs de sanction fait indéniablement sens.

Pour autant, au regard particulièrement de l'expérience française, il est absolument nécessaire que les conditions d'exercice de ces nouveaux pouvoirs soient analysées très précisément. A défaut, c'est la procédure de sanction de l'AEMF, et donc la crédibilité de cette dernière à exercer ses pouvoirs de supervision, qui sera mise en cause. Cet examen doit d'autant plus être mené qu'avec seulement 5 sanctions prononcées depuis le 3 juin 2014, il ne peut être prétendu que la procédure suivie devant l'AEMF a subi pleinement l'épreuve des différentes juridictions de recours qui peuvent intervenir, y compris les juridictions constitutionnelles des différents États membres.

Parmi les sujets qui doivent être examinés, il peut à ce stade être relevé au moins les suivants :

- Capacité à exercer simultanément les pouvoirs de poursuite et de sanction.  
La France, sous la pression de la CEDH, a estimé nécessaire de les distinguer en instituant une Commission des sanctions distinctes du Collège qui, sur la base des rapports de contrôle qui lui sont soumis, décide de lancer ou non la procédure de sanction.
  - Montant des sanctions prononçables.  
La France a fait le choix d'avoir des plafonds beaucoup plus élevés que ceux figurant dans la proposition, justement pour assurer la crédibilité de son autorité de marché.
  - Qualification de la nature administrative de la procédure de sanction.  
La France a reconnu que les sanctions pécuniaires prononcées par son autorité de marché avaient une nature qui n'était pas différente de celles qui, dans certains cas, pouvaient être prononcées par les juridictions pénales.
- Plus spécifiquement, dans le cadre du droit de l'AEMF d'exiger directement des données auprès d'un participant de marché lorsque l'autorité nationale fait défaut à produire ces données, il est alors prévu que l'AEMF a la possibilité d'infliger une amende au participant de marché qui ne lui fournit pas en temps utile les informations demandées.

Sous réserve d'analyse plus complète, il ne semble pas que cette amende puisse également, et en premier lieu d'ailleurs, être infligée à l'autorité défaillante. Si tel est le cas, cette solution est incohérente avec la volonté de faire converger les pratiques de supervision.

## Évaluation et suivi des accords d'équivalence avec les pays-tiers

- [Les pouvoirs de l'AEMF en matière sont particulièrement bienvenus](#). En effet, la constatation de la réalité effective d'un tel accord et son suivi dans la durée (tout à fait essentiel pour éviter l'apparition progressive de distorsions concurrentielles insupportables) nécessiteront des moyens et des compétences qui aujourd'hui, ne peuvent être concrètement mis en œuvre que par l'AEMF.

A cette occasion, s'agissant des modalités de coopération avec les autorités des pays tiers concernés, l'AMAFI souligne la nécessité que la participation de celles-ci aux travaux de l'AEMF demeure soumise à un principe de réciprocité.

## Financement

- Compte tenu des enjeux liés aux questions de financement, [il est étonnant que la Proposition soit aussi peu précise sur un tel aspect](#), se contentant de renvoyer à un acte délégué les modalités de contribution.

Le fait que l'analyse d'impact soit en revanche assez détaillée ne peut être considéré suffisant, puisque celle-ci ne lie aucunement les décisions qui seront prises ultérieurement en la matière. Et d'autant moins d'ailleurs que certains développements laissent perplexes :

- On peut sans doute constater avec la Commission que [la structure actuelle de financement atteint aujourd'hui certaines limites](#). On ne voit pas toutefois pourquoi le transfert sur les acteurs régulés serait un moyen assuré de les dépasser, alors que comme cela est également relevé, ce sont eux qui alimentent le financement des autorités nationales qui elles-mêmes apportent une part importante du budget de l'AEMF.
  - On peut également souscrire au constat du non alignement des contributions avec les poids respectifs des industries financières nationales. Mais ce constat est également révélateur de la disparité des enjeux que représentent les activités financières pour chaque État membre. Il est alors difficile de considérer que cet aspect ne soit traité que sous le seul angle financier : il pose également des questions de gouvernance au sein de l'AEMF, notamment en termes de maintien de la règle « un pays, une voix ».
  - On peut par ailleurs regretter que [la Commission n'analyse aucunement le poids supporté par les acteurs nationaux en termes de contribution au financement de leur autorité nationale](#). Il est pourtant probable que la disparité étant assez grande, il y a là un facteur important de relativisation des résultats de l'étude d'impact.
- Considérée du point de vue des acteurs de marché, l'AMAFI rappelle que [le principal coût de la régulation est celui de sa qualité](#), c'est-à-dire de la bonne compréhension des problématiques rencontrées par les parties prenantes et de la capacité à rechercher les solutions les plus adaptées au regard des objectifs de régulation assignés, ce qui en regard repose sur un niveau d'interactions suffisant avec ces parties prenantes.

Alors que la contribution directe de l'industrie doit être envisagée à cet égard, [les projections tracées par la Commission en termes de moyens humains peuvent difficilement être considérées à niveau](#) au regard, non seulement des insuffisances d'ores et déjà constatées, mais aussi des tâches supplémentaires à assumer, sachant que compte tenu de leur importance, [il est indispensable que l'AEMF soit en mesure de recruter des profils d'une séniorité adaptée](#).

- En tout état de cause, la future structure de financement doit pouvoir traverser les phases du cycle économique auquel les activités financières sont très sensibles, seul moyen d'assurer la pérennité des actions menées par l'AEMF sans faire porter une charge intolérable sur les acteurs au moment même où ils sont le plus fragiles.

## Groupes consultatifs

- Les conditions de fonctionnement et d'expression des groupes consultatifs mis en place par l'AEMF doivent être revues: il est notamment important de mieux formaliser par le biais d'ordres du jour, de calendriers et compte-rendu des réunions, les conditions de travail des différents groupes consultatifs, afin de les mettre en mesure de contribuer pleinement et opportunément aux travaux de l'Autorité.
- La capacité du Groupe des Parties prenantes à pouvoir demander à la Commission de rapporter des Orientations ou Recommandations qui excéderaient les pouvoirs attribués à l'AEMF est clairement une initiative utile. Pour qu'elle soit exerçable dans la réalité, il faut toutefois que la condition de quorum soit ramenée à la majorité simple.



## ESAs' REVIEW EUROPEAN COMMISSION PROPOSAL - AMAFI'S POSITION

On 20 September the European Commission published a proposed omnibus directive (*COM(2017) 536 final*) amending the regulations relating to the three European Supervisory Authorities – ESMA, EBA and EIOPA – as well as a number of sector-based texts (the Proposal). The publication follows a public consultation held in second-quarter 2017 on "the operations of the European Supervisory Authorities" to which AMAFI contributed (*AMAFI / 17-35*).

Consistent with its commitments on improving regulation, the Commission has invited interested parties to give their opinion on the Proposal. A summary of the opinions submitted will be communicated to the Parliament and the Council, which, as co-legislators, will discuss the document with a view to its adoption.

AMAFI is the representative body for French-based professionals working in the securities industry and financial markets, regardless of their scope of intervention and the place of residence of their clients and counterparties. It has over 130 members working in various market segments, and notably, be it on their own behalf or that of clients, in organised and over-the-counter markets dealing in equity and fixed-income securities together with derivatives, including commodities derivatives.

In this respect, the Proposal is of particular interest to AMAFI. Pending the findings of the in-depth analysis it is currently making of the Proposal, at this point it would like to highlight a few aspects that it considers could usefully guide the discussions of the Parliament and the Council. These aspects specifically concern ESMA, which, given the business activity of its members, is of priority interest to AMAFI, even though some comments naturally apply to the other authorities.

### GENERAL COMMENTS

---

- [AMAFI supports the general principles set out in the of the Proposal](#), even if some aspects need to be considered in more depth, as stressed elsewhere. The guidelines concur with a number of the wishes expressed by AMAFI during the consultation in first-half 2017.
- But it should be pointed out that the planned system is largely based on the need for convergence, achievable only by gathering in the hands of ESMA a number of competencies currently practised at national level.

This objective signals the failure of one of the core ambitions of the European passport system central to the construction of an integrated market, effectively signifying the [continued lack of the necessary trust between the authorities of the Member States on their ability to carry out their remits in harmonious fashion](#).

This lack of harmony results from several factors, but one of them most certainly stems from the [disparity in the areas of competency and powers granted to each national authority](#). As such, it is regrettable that the policy fails to address the possibilities for [enhancing harmonisation in this respect](#).

- [Convergence should not be established as dogma](#): it is required only where pan-European issues truly exist, particularly as regards competition between players or the prevention of regulatory shopping. [The key priority is the capacity of ecosystems and local markets to effectively finance businesses and allocate savings. In this respect, the principle of subsidiarity must fully play its role and the competency of the national authorities must be recognised.](#)

While the Proposal appears well balanced from this standpoint, it is particularly important that this concern remains at the forefront of the minds of the co-legislators during the discussions.

- The experience of the last few years, marked admittedly by an extremely heavy workload, underscores the [importance of strong interaction between ESMA and the stakeholders](#).

For now, that interaction remains much too weak. Yet, [the quality of the regulation hinges on an understanding of the issues those stakeholders are facing \(see also below the issue of financing\)](#), where relevant not taking them into account if analysis demonstrates an incompatibility with the designated objective of the regulation.

[It is abnormal that ESMA does not show greater transparency](#) on its work and that [it does not consult more widely](#) on the solutions it proposes to rule on, even though it is not legally bound to do so (Q&A vs. Guidelines). [It is even more abnormal that national regulators only have the possibility to discuss this work with the entities under their supervision but are not allowed to make disclosures on texts in the draft phase.](#)

A few weeks ahead of the implementation of extremely important texts such as MIF 2 and PRIIPs, [the situation revealed by this state of affairs is very unsatisfactory](#). The assessment materials provided to national regulators and by extension to the players concerned often lack clarity owing to the need to find a compromise acceptable to a majority of regulators. They may also be ill-founded in legal terms or based on incorrect analysis. And far too often, yet more complexity is added to systems that are already known to be too complex. [These difficulties could clearly be reduced, or even eliminated, if stakeholders were able to assess texts in the draft phase and then provide a formal opinion through a consultation process.](#)

[It is vital that this issue be fully addressed as part of the revision process. Failing which, the players concerned by the transfer of competencies to ESMA will lose the high-quality relationship stemming from the proximity they currently enjoy with their national regulator.](#) AMAFI will draft proposals on this matter at a later date for the co-legislators.

- Even if the Commission effectively identifies the issue of the financing of the economy in its explanations of the background of the Proposal, in its recitals in particular it only highlights a single dual objective of maintaining financial stability and increasing consumer protection.

The legitimacy of this double objective is irrefutable. That said, besides potentially leading to continued fragmentation given persistent national divergences ([see below](#)), [the protection of consumers needs to be assessed in the light of the issues involved in the financing of the economy.](#)

This is especially true given that the strengthening of prudential requirements for banks contributes to reducing their ability to finance the economy, which has already been reflected in the euro zone (but not in France) by a decrease in bank loan outstandings since the crisis. The situation lends greater importance to the financing of the economy by the markets, as highlighted by the capital markets union initiative.

[This aspect should be reflected in the texts](#) to prevent the work of ESMA from maintaining its current bias, which too often obscures concerns relating to the functioning of wholesale markets. With Brexit afoot and the London financial centre continuing to dominate, it would be unfortunate if European businesses and professional investors were to continue to turn to the UK solely because Europe is unable to provide them with the right solutions.

- While some of the provisions are specific to ESMA, many remain largely common to the three authorities, clearly considered as a single unit, the harmony of which must be safeguarded. AMAFI considers [that this harmony should be called into question. Differentiated changes may be justified](#), not just because of the differing nature of the remits or because ESMA is at a more advanced stage of evolution than EBA or EIOPA, but also because the need for convergence is undoubtedly greater in market terms.

## SPECIFIC COMMENTS

---

### Executive Council

- As stressed during the consultation, [AMAFI supports the implementation of the independent body constituted by the Executive Council](#). This would [reduce the risks of conflicts of interest](#) inherent to the current organisation and thus [step up the current efforts on convergence](#).

But for the Executive Council to fully play the role assigned to it, it must absolutely be [composed of high-level individuals](#) who by virtue of their experience will be able to establish a strategic vision. As the workload is real, and unless the decisions of its members are to be overly dependent on the work of others, these individuals must be offered adequate remuneration conditions. The general rules for managing conflicts of interest should also be applied.

### Direct powers

- [The increase in the direct supervisory powers of ESMA in the fields concerned corresponds as a whole with the direct areas of competency that AMAFI judged as relevant](#) given their pan-European dimension.

But as already stressed, the granting of new direct powers must remain limited to areas where ESMA shows proven value added or the need for a pan-European approach is justified. The principle of subsidiarity must fully apply. National and regional issues must be addressed first and foremost by local supervisory bodies with better knowledge of local specificities and the needs of issuers and investors, and with whom market participants are used to interacting.

- [Consumer protection issues have a particular specificity](#) given existing differences in environments, even between countries sharing a border.

At this stage in European integration, and with no proven pan-European issue, there is no reason for granting special powers to ESMA in this respect, [providing that](#):

- [national provisions do not unduly hinder the correct functioning of the wholesale market where it is pan-European](#);
- [the lack of action by a national regulator has no serious consequences for the consumers of other Member States](#).

- More precisely, regarding direct supervision, the following points need to be addressed:

- ✓ **Data centralisation**

- As it has stressed for many years, AMAFI is favourable to the centralisation of market data in respect to the Commission's objectives on transparency and cost reduction.

However, the centralisation proposed will be introduced in the context of MiFID 2, which with its high cost has led to a large-scale overhaul of data reporting systems. Consequently, it is particularly important to ensure that the transition from the systems thus implemented to the new system be completed with no excessive IT development for market operators and their direct or indirect participants.

In any case, this transfer of competencies should be subordinate to the results of the Fitness Check of supervisory reporting requirements recently launched by the European Commission (DG FISMA) and to the results of the Financial Data Standardisation (FDS) project, aimed at mapping all the current reporting requirements and exploring avenues for optimisation. To meet the underlined objectives, centralisation must absolutely stand as an opportunity for optimising existing systems.

- ✓ **Prospectus**

- AMAFI considers it particularly appropriate that ESMA centralise the supervision of the prospectuses of third-country issuers to prevent any possibility of regulatory shopping.

Generally speaking, AMAFI considers that the transfer to ESMA of powers regarding prospectuses should be limited to large pan-European markets.

- ✓ **EuVECA, EuSEF, EFTIF funds**

It should be taken into account that the interest of these funds for investors depends first and foremost on national legislation. In this respect, it is not certain that ESMA has sufficient mastery of these local specificities for its supervision to be fully adapted.

## **No-action letters**

Much mention is made of equipping ESMA with an instrument of suspension similar to the no-action letters used in the United States. It is often argued that the status of these instruments is such that their use could not be entrusted to the European authorities given the institutional balance that should be respected. However, several indications suggest that this point should be subject to a precise legal analysis insofar as the primary obstacle appears to be related to what is now an old (and perhaps outdated) jurisprudence of the EUCJ. In any event, it is clear that such an instrument has already been used by a European agency (see the no-action letter on REMIT legislation issued by ACER's market monitoring department on 7 January 2015).

## **The power to impose sanctions**

- The credibility of the competencies and powers centralised by ESMA hinges on the ability of this last to impose penalties on any breaches observed. From this standpoint, the attribution of powers to impose sanctions makes complete sense.

But in the light of French experience in particular, it is absolutely necessary to analyse in depth the conditions under which these new powers are to be exercised. Any failure to do so will call into question ESMA's sanction procedure and thus its credibility in the exercise of its supervisory powers. This analysis is all the more necessary given that, with just five sanctions issued since 3 June 2014, it cannot be claimed that the procedure carried out with ESMA has been fully subjected to the challenge of the various appeal jurisdictions that may be involved, including the constitutional jurisdictions of the Member States.

At this stage, the following topics call for analysis:

- The capacity to simultaneously exercise the powers of prosecution and sanction.  
France, under pressure from the European Court of Human Rights, judged it necessary to distinguish between the two by introducing a sanctions committee distinct from the College that, on the basis of the inspection reports submitted to it, decides whether or not to initiate sanction proceedings.
- The amount of deliverable sanctions  
France has chosen much higher caps than those in the Proposal, the aim being to ensure the credibility of its market authority.
- The classification of the administrative nature of the sanction procedure.  
France has recognised that the nature of the financial sanctions issued by its market authority was no different from those that, in certain cases, may be issued by criminal jurisdictions.
- More specifically, as part of ESMA's right to directly demand data from a market participant where the national authority fails to produce such data, the provision is that ESMA has the possibility of issuing a fine to market participants failing to provide the requested information in a timely manner.

Subject to a more comprehensive analysis, it does not appear that this fine can also – or in the first place – be issued to the ineffective authority. If such is the case, this solution is not consistent with the aim of converging supervisory practices.

## Assessing and monitoring equivalence agreements with third countries

- AMAFI particularly welcomes the powers of ESMA in this respect. Ascertaining the effective reality of such an agreement and its monitoring over the long term (essential to preventing the gradual emergence of unacceptable competitive distortions) will require resources and skills that today can be provided in concrete terms only by ESMA.

Regarding the methods for cooperating with the authorities of the third countries concerned, AMAFI would like to take this opportunity to stress that the contributions of these countries to ESMA's work need to be subject to a principle of reciprocity.

## Financing

- Given the challenges stemming from financing issues, it is surprising that the Proposal is so vague on such an aspect, contribution methods being considered merely in a delegated act.

The impact analysis is well detailed, but this cannot be considered as sufficient, as it has no binding effect on the decisions that will be taken later in this respect. Especially since some of the developments are puzzling:

- We can no doubt agree with the Commission that [the current financing structure has reached certain limits](#). But we do not see how the transfer to regulated players would be a sure way of going beyond those limits, since, as is also been pointed out, it is these players that fuel the financing of the national authorities, which in turn contribute a sizeable share of ESMA's budget.
  - We can also agree with the [observation of the mismatch between contributions and the respective weight of national financial industries](#). But this observation also [reveals the disparity of the issues posed to each Member State by financing activities](#). As such, it is hard to see why this aspect is not approached uniquely from a financial standpoint, as it [also poses governance questions within ESMA, including in terms of maintaining the "one country, one voice" rule](#).
  - It is also regrettable that [the Commission makes no analysis of the weight borne by national players regarding contributions to the financing of their national authority](#). But the disparity being considerable, it is likely here that a major relativisation factor is at play in the results of the impact analysis.
- From the standpoint of market players, AMAFI would like to point out that [the main cost of regulation is that of its quality](#), i.e. a full understanding of the issues encountered by stakeholders and the ability to find the most appropriate solutions in respect of the regulation objectives set, which hinges on sufficient interaction with these stakeholders.

While the direct contribution of the industry should be considered in this light, [it would be hard to qualify the projections established by the Commission in terms of human resources as sufficient](#), not just as regards the shortcomings already identified but also in terms of the additional tasks to be taken on. And given the scale of these last, [it is essential that ESMA be in a position to recruit individuals with the appropriate seniority](#).

- In any case, the future financing structure must be able to go through sensitive phases in the economic cycle for financial activities. This is the only way to ensure the long-term work of ESMA without placing intolerable weight on the players at a time when they are at their most fragile.

## Consultative groups

- [The conditions under which the consultative groups set up by ESMA operate and express themselves need to be revised](#). It is particularly important to establish, through agendas, scheduling and meeting minutes, more formal working conditions for the different consultative groups, so as to enable them to make a full and timely contribution to the Authority's work.
- The ability of the Stakeholder Group to [ask the Commission to revoke Guidelines or Recommendations exceeding the powers granted to ESMA](#) is clearly a useful initiative. But for this to be applied in reality, [the quorum must be reduced to a simple majority](#).

