

An English version is
available on page 10

CE – Registre des représentants d'intérêts – Numéro AMAFI :
Assoc 97498144

COMMUNICATION COM(2009) 252 SUR LA SURVEILLANCE FINANCIERE EUROPEENNE

Consultation de la Commission européenne

Commentaires de l'AMAFI

L'AMAFI regroupe plus de 120 adhérents, actifs sur les différents marchés cash et dérivés des produits actions, taux et commodities ou exerçant des fonctions d'infrastructures de marché (négociation, compensation et règlement-livraison), et dont un peu plus du tiers sont filiales ou succursales d'établissements étrangers. A ce titre, elle est nécessairement très intéressée par les questions d'architecture de régulation et de supervision en Europe. Elle participe d'ailleurs très activement depuis plusieurs années aux différentes réflexions menées en ce domaine, qu'il s'agisse de celles qui ont entouré la mise en place et l'évolution du processus Lamfalussy ou de celles, plus récentes, qui ont trait aux transformations qu'appelle la crise¹.

Dans ce cadre, l'AMAFI a constamment soutenu l'idée d'un renforcement progressif de l'échelon et de régulation et de supervision européen, élément indispensable de son point de vue pour parvenir à une réelle intégration des activités financières en Europe et permettre à celle-ci d'assurer un rôle majeur en termes de coordination de la supervision internationale, rendue totalement indispensable par la crise.

SYNTHESE

L'AMAFI soutient pleinement les orientations proposées par la Communication de la Commission européenne. Elle souligne toutefois que la démarche doit :

- *s'inscrire dans une vision plus générale et de moyen/long terme dès lors que la volonté politique d'intégration des activités financière n'est possible qu'avec une intégration parallèle de la supervision ;*
- *veiller à préserver la compétitivité européenne, les évolutions en cours aux Etats-Unis ne pouvant être ignorées de ce point de vue ;*
- *particulièrement assurer la bonne coordination des surveillances macro et microprudentielle, notamment au regard des problématiques créées par les grands groupes financiers internationaux.*

Conseil européen du risque systémique

Il est vital que l'absence de pouvoirs du CERS ne soit pas un facteur de déresponsabilisation alors que l'enjeu est qu'il ne soit ni excessivement alarmiste, ni trop optimiste. A cet effet, il convient notamment d'éviter la production de rapports trop fréquents au profit de dispositifs d'alerte, plus signifiants

¹ Voir AMAFI / 09-05 et AMAFI / 09-28

Par ailleurs, le poids économique de la zone euro au sein de l'Union européenne et le rôle central qu'est appelé à jouer la BCE en cas de crise liée à la liquidité commandent que la présidence du CESR soit assurée par le Président de la BCE. Dans le cas contraire, il est impératif qu'il ait la capacité à influencer de manière significative les décisions prises au sein du CERS.

Système européen de surveillance financière

L'harmonisation des règles et leur application cohérente constituent un enjeu majeur compte tenu du puissant facteur de fragmentation que constitue un dispositif où la règle est européenne, mais son contrôle et sa sanction restent nationaux.

Le dispositif prévu en cas de violation manifeste du droit doit aussi pouvoir être appliqué aux questions majeures que sont les problématiques liées à la concurrence et à l'interprétation. Tous les acteurs de marché devraient pouvoir accéder à ce mécanisme.

Il est nécessaire que les entités d'envergure paneuropéenne, mais aussi celles de nature à créer un risque systémique relèvent de la compétence exclusive des autorités de surveillance européennes. Cela signifie qu'aux côtés des agences de notation, toutes les infrastructures de marché et de post-marché sont susceptibles d'être concernées.

Par rapport aux problématiques de compétitivité et de surveillance du risque systémique précédemment exposées, il est vital que les autorités de surveillance jouent pleinement leur rôle au sein des institutions internationales.

Le maintien du modèle sectoriel d'organisation de la supervision aujourd'hui en œuvre se justifie. Toute évolution devra maintenir un traitement spécifique des marchés et de leurs acteurs compte tenu des enseignements révélés par la crise.

Les modalités de désignation des présidents des autorités européennes de surveillance demandent à être précisées.

OBSERVATIONS GENERALES

- ***Une initiative pleinement soutenue mais qui demanderait à être inscrite dans une vision de moyen / long terme***

L'AMAFI soutient pleinement les propositions aujourd'hui formulées par la Commission européenne et globalement validées par le Conseil européen des 18 et 19 juin. Elle estime particulièrement importante la volonté clairement affirmée de s'engager dans une réforme ambitieuse de l'architecture de la surveillance financière de l'Union européenne, en suivant les principales orientations tracées en début d'année par le Groupe de Haut niveau présidé par M. de Larosière.

L'AMAFI souligne néanmoins qu'au delà des évolutions rendues absolument nécessaires par la crise financière, et maintenant économique, cette réforme de l'architecture de surveillance financière trouve aussi ses racines, et de manière encore plus profonde, dans la volonté politique de réaliser un grand marché financier européen intégré. Elle rappelle donc avec force que cet objectif ne pourra être véritablement atteint que si l'intégration de l'architecture de supervision est réalisée parallèlement à l'intégration opérationnelle des activités et des acteurs. L'expérience des dernières années a en effet mis en évidence toutes les limites d'un dispositif qui a largement unifié la règle au niveau européen, mais qui a laissé son contrôle et sa sanction au niveau national. Alors que les autorités de supervision agissent dans des environnements culturels et juridiques souvent marqués par de profondes différences, il n'est pas rare de constater des différences d'interprétation plus ou moins significatives, sources d'autant de distorsions concurrentielles entre les acteurs.

C'est pourquoi, dans un contexte où il serait totalement irréaliste de chercher à brûler les étapes en construisant très rapidement un système européen de supervision intégré, l'AMAFI estimerait souhaitable que la Commission européenne inscrive aussi sa réflexion dans une vision de moyen / long terme, en identifiant l'objectif à atteindre et les étapes qui y mènent. Cette démarche aurait particulièrement pour mérite d'éviter que la réflexion ne soit menée que sous la pression d'une urgente nécessité, comme aujourd'hui, avec les contraintes que cela crée inévitablement pour la recherche des solutions les plus adaptées.

A ce titre, l'AMAFI observe toutefois que si la crise crée indubitablement une urgence, celle-ci doit cependant être relativisée par deux considérations : la première est qu'il ne s'agit pas de traiter la crise actuelle mais d'éviter que les mêmes errements puissent se reproduire demain ; la seconde est que les enjeux attachés au choix de l'architecture de surveillance commande que les solutions adoptées soient soigneusement et précisément soupesées.

➤ ***Une démarche européenne qui doit aussi s'apprécier dans le contexte international, notamment en vue de préserver la compétitivité européenne***

L'AMAFI soutient également pleinement l'ambition de la Commission de voir l'Union européenne jouer un rôle fort en matière de promotion de la stabilité et la sécurité financière au niveau international. La crise a en effet révélé que la stabilité et la sécurité financière n'avaient de sens qu'au niveau global : l'échelon européen est certes important, voire indispensable ; seul, il s'avère néanmoins totalement insuffisant.

Alors que l'importance des instances internationales de surveillance est en train de se renforcer, il est vital que la réforme en jeu permette aussi à l'Europe d'avoir un poids dans les prises de décisions qui soit au moins à la hauteur de ce que justifie son poids économique. Le souci de préserver la compétitivité des acteurs européens par rapport à leurs concurrents étrangers impose en effet que l'Europe ne soit pas isolée dans ses choix stratégiques de réforme : astreindre nos acteurs à des normes beaucoup plus exigeantes que celles imposées ailleurs aura un effet négatif, non seulement sur leur capacité à se développer mondialement, mais aussi sur leur capacité à servir les entreprises et les investisseurs européens. Cette exigence renforcée n'a en tout état de cause de sens que si elle est mesure d'atténuer sensiblement, sinon d'éviter, les effets d'une future crise internationale sur l'économie européenne.

Pour que l'Europe puisse jouer pleinement son rôle au niveau international, l'AMAFI attire notamment l'attention de la Commission européenne sur deux nécessités :

- La première consiste à reconsidérer l'orientation traditionnelle de sa politique à l'égard des pays tiers qui se caractérise par une approche très favorable : accorder aux établissements de pays tiers des droits similaires à ceux des établissements européens sans nécessairement exiger qu'ils soient placés dans un cadre d'exercice totalement équivalent n'a en effet pas de sens. A cet égard, l'AMAFI considère par exemple totalement paradoxal de prévoir d'accorder aux gérants de fonds alternatifs de l'UE la possibilité de commercialiser en Europe des fonds alternatifs de pays tiers sans contrainte particulière.
- Le second aspect consiste à privilégier la convergence des normes. Si les processus de reconnaissance mutuelle peuvent constituer une approche transitoire très utile, l'objectif final doit clairement être l'harmonisation du cadre d'exercice.

➤ ***Assurer la bonne coordination des surveillances macro et microprudentielle***

L'AMAFI estime que l'architecture proposée pour le nouveau cadre européen de surveillance qui repose sur deux piliers, l'un organisant la surveillance macro-prudentielle, l'autre la surveillance microprudentielle en capitalisant sur les entités existantes, est pertinente.

Dans la déclinaison opérationnelle du dispositif, l'AMAFI attire néanmoins l'attention de la Commission sur l'importance qu'il y aura à bien associer les autorités des Etats membres dans l'élaboration des politiques de stabilité financière et de protection des consommateurs : ce sont en effet ces autorités nationales qui sont au contact des réalités du terrain.

➤ ***La prise en compte des évolutions en cours aux Etats-Unis***

L'administration américaine vient de rendre public les détails d'un vaste plan de réforme. Même si le Congrès, qui reste largement décisionnaire, peut procéder à des réorientations plus ou moins significatives de ce plan, il paraît difficile que les évolutions aujourd'hui proposées par la Commission ne soient pas aussi appréciées à la lumière de cette initiative. Il existe en effet un risque non négligeable que la réforme menée par les Etats-Unis constitue un point de référence obligé où toute norme de niveau inférieure à celle décidée par eux sera jugée inacceptable ... La conséquence en sera double : chaque fois que l'Europe aura choisi un niveau normatif moins contraignant, elle devra le relever ; chaque fois en revanche, qu'elle aura choisi un niveau plus contraignant, elle disqualifiera concurrentiellement ses établissements.

Cette aptitude du plan américain à se poser en référence mondiale est d'autant plus forte que, médiatiquement, il est présenté comme un vaste plan d'ensemble destiné à répondre de façon ambitieuse aux difficultés révélées par la crise. Or, l'Europe, si elle agit de façon au moins aussi volontariste, le fait de manière séquentielle, sujet par sujet, sans que l'opinion publique ne soit toujours à même d'y voir une volonté politique globale.

CE – Registre des représentants d'intérêts – Numéro AMAFI :
Assoc 97498144

➤ ***Les questions liées aux problématiques créées par les groupes financiers transnationaux sont centrales***

L'AMAFI relève que deux questions essentielles propres aux groupes financiers transnationaux n'ont pas été abordées, ou de manière insuffisante, dans le document de la Commission. La première a trait aux collèges de superviseurs qui, de son point de vue, doivent faire l'objet d'une véritable attention. La seconde concerne la nécessité, dans une optique d'intégration, d'assurer la coordination des solutions de crise dans les grands établissements transnationaux.

CONSEIL EUROPEEN DU RISQUE SYSTEMIQUE

L'AMAFI soutient la mise en place au niveau européen d'une autorité de surveillance macroprudentielle, chargée de surveiller et d'analyser les risques que les évolutions macroéconomiques et du système financier dans son ensemble font peser sur la stabilité du système financier. Cette mise en place est rendue nécessaire par les conditions de survenance de crise. Elle ne fait d'ailleurs que reproduire au niveau européen, les missions confiées au niveau mondial au nouveau Comité de la Stabilité Financière par le G20 d'avril 2009 en vue de veiller, au niveau mondial, à la stabilité financière et aux risques systémiques. Cette mise en place doit également être mise en perspective avec le plan de réforme américain qui propose de confier à la Fed la surveillance macroprudentielle et microprudentielle des entités qui représentent une menace pour la stabilité financière en cas de faillite.

Dans ce cadre, l'AMAFI approuve globalement le sens des propositions formulées par la Commission européenne sous les réserves et points d'attention suivants.

➤ ***L'absence de pouvoirs confiés au CERS ne doit pas conduire à sa désresponsabilisation***

Alors qu'il n'est pas prévu que le CERS dispose de compétence juridique contraignante ou de compétence directe en matière de gestion de crise, l'AMAFI observe que cela peut conduire à une certaine désresponsabilisation de l'institution. Cette situation est d'autant moins souhaitable que le CERS n'a d'utilité que s'il parvient à correctement calibrer ses interventions en étant, ni excessivement alarmiste, ni trop optimiste.

Il est vrai toutefois que l'introduction d'un mécanisme « Agir ou se justifier », permettant d'assurer le suivi de ses alertes et recommandations, devrait conduire à éviter ce risque. L'AMAFI estimerait toutefois nécessaire que le dispositif soit renforcé en conférant au CERS la capacité de donner à ses recommandations un caractère formel sous la forme par exemple, de décisions présentées au Parlement européen, au Conseil, à la Commission européenne ainsi qu'aux trois nouvelles autorités de surveillance microprudentielle. Alors que la crise a montré le rôle central dévolu aux échelons nationaux dans les situations d'urgence, il est indispensable que le CERS ait la capacité d'adresser des recommandations formelles aux Etats membres.

Ce pouvoir devrait s'exercer plus particulièrement dans deux domaines. Le champ prudentiel tout d'abord, avec notamment les effets de levier et les ratios de liquidité. Les structures de marchés ensuite, avec une orientation en faveur de la mise en place de chambres de compensation à contrepartie centrale et, toutes les fois où cela s'avère pertinent, de marchés organisés, voire réglementés.

Il sera en parallèle particulièrement important de veiller à ce que cette nouvelle autorité bénéficie de la légitimité politique et de l'autorité morale sans lesquelles il lui sera difficile d'exercer une forte influence sur les destinataires de ses alertes et recommandations. De ce point de vue, la proposition actuelle qui prévoit la responsabilité du CERS devant le Conseil et le Parlement européen mériterait des précisions quant à ses modalités exactes.

➤ ***L'alerte, un mécanisme plus significatif que des rapports trop fréquents***

L'exigence faite au CERS de présenter un rapport au Conseil et au Parlement d'une fréquence au moins semestrielle n'apparaît pas efficace. Alors qu'heureusement, la périodicité des crises reste espacée, la production de rapports trop nombreux conduira inévitablement à un affadissement, peu susceptible de contribuer à susciter l'intérêt des lecteurs auxquels ils sont destinés. En revanche, un rapport annuel constitue une exigence incontournable, notamment pour permettre au Conseil et au Parlement d'exercer leur contrôle sur le CERS. Dans tous les autres cas, un mécanisme d'alerte, beaucoup plus significatif pour ses destinataires, doit être préféré.

➤ ***Le président de la BCE doit occuper un rôle central au sein du CERS***

La proposition de la Commission européenne est de confier la présidence du CERS au Président de la BCE. Toutefois, aux termes des conclusions du Conseil européen des 18 et 19 juin 2009, il serait finalement prévu que celui-ci soit élu par les membres du conseil général de la BCE.

Si l'AMAFI comprend les raisons qui ont pu motiver cette évolution, elle observe toutefois qu'il y a un certain paradoxe à ne pas considérer, dans une perspective systémique, la zone Euro dans sa globalité en laissant la possibilité que le Président du CERS puisse être le Président de l'une des banques centrales de la zone Euro, voire le Président d'une autre Banque centrale européenne. Pour l'AMAFI, la poids économique que constitue aujourd'hui la zone Euro au sein de l'Europe et le rôle prépondérant que serait amené à jouer la Banque centrale européenne en cas de crise majeure impliquant la liquidité justifient pleinement que le Président de la BCE, soit le Président du CERS. A défaut, il devrait avoir la capacité à influencer significativement les décisions du CERS.

SYSTEME EUROPEEN DE SURVEILLANCE FINANCIERE

En ce qui concerne la surveillance microprudentielle, l'AMAFI partage pleinement l'avis exprimé par la Commission européenne selon lequel l'UE a désormais atteint les limites des possibilités offertes par le statut actuel des comités de surveillance européens. Comme elle le souligne avec force depuis plusieurs années, l'un des principaux enjeux de la construction européenne réside dans un dispositif qui s'articule sur une règle largement européenne, mais dont l'interprétation, le contrôle et, le cas échéant, la sanction, restent en revanche à niveau national. Alors que cette situation crée des divergences qui sont autant de puissants facteurs de fragmentation, l'AMAFI soutient globalement le sens des propositions formulées par la Commission européenne sous les réserves et points d'attention suivants.

➤ ***L'harmonisation des règles et leur application cohérente constituent un enjeu majeur***

Pour les raisons précédemment exposées, l'AMAFI soutient sans réserve les propositions de la Commission européenne en matière de création d'un ensemble unique de règles harmonisées dont l'application cohérente pourra, dans une certaine mesure, être assurée par les autorités de surveillance.

Pour parvenir à ce résultat dans des conditions satisfaisantes, quatre points doivent être particulièrement notés :

- Les 3 nouvelles autorités devront être dotées des moyens et pouvoirs institutionnels garantissant la mise en œuvre effective dans chacun des Etats membres des décisions ainsi prises, ce qui paraît nécessiter la capacité à édicter des normes juridiquement contraignantes.
- Le champ d'un tel pouvoir doit être envisagé de façon aussi large que possible. L'enjeu sous-jacent est que les réponses puissent être communes chaque fois que la situation l'exige : ici, la problématique des ventes à découvert est particulièrement illustrative des dysfonctionnement à résoudre.
- Il conviendra d'être particulièrement vigilant dans la mise en œuvre de la restriction (réaffirmée d'ailleurs dans les conclusions du Conseil européen du 18 et 19 juin 2009) conduisant à ce que les décisions adoptées par les autorités européennes de surveillance n'empiètent pas sur les compétences budgétaires des Etats-membres. Une interprétation déraisonnablement extensive de cette restriction pourrait en effet conduire au blocage du processus.
- Un mécanisme de contrôle suffisamment rigoureux doit être mis en place.

➤ ***La mise en place d'un dispositif en cas de violation manifeste du droit n'est pas suffisante***

L'AMAFI soutient la mise en place d'un mécanisme permettant de résoudre les divergences qui peuvent naître entre autorités nationales : ces divergences constituent aujourd'hui un puissant facteur de fragmentation dont il n'est pas possible de se satisfaire alors que la volonté politique est de réaliser un grand marché financier intégré au niveau européen.

Par rapport à cet enjeu, est clairement insuffisante la mise en place d'un dispositif destiné à agir dans les cas où le comportement d'une autorité nationale de surveillance apparaîtrait manifestement contraire à la législation communautaire. S'il y a violation d'une règle de droit, il existe d'ores et déjà des mécanismes judiciaires permettant de faire cesser ces violations. Il est sans doute nécessaire de chercher des solutions plus rapides qu'aujourd'hui dans le cadre du recours aux tribunaux nationaux et européens, mais il est surtout nécessaire de prévoir un mécanisme plus large :

- D'une part, il faut que puissent être traitées les divergences d'interprétation ou les questions de concurrence susceptibles de générer des arbitrages réglementaires ou des distorsions de concurrence.
- D'autre part, il faut également qu'à côté des autorités nationales de surveillance, tous les acteurs de marché aient accès à ce mécanisme élargi.

➤ ***Les entités paneuropéennes doivent relever de la compétence exclusive des autorités de surveillance***

L'AMAFI approuve pleinement la possibilité pour les autorités de surveillance européennes d'avoir une compétence exclusive à l'égard des entités d'envergure paneuropéennes, comme par exemple les agences de notation ou les chambres de compensation. Sur ce dernier point, elle observe cependant que le Conseil européen n'a évoqué que les agences de notation. L'AMAFI rappelle donc que les chambres de compensation, les marchés, les organismes de règlement-livraison et les dépositaires centraux ont un rôle systémique tout à fait majeur qui justifie, d'abord, que leur surveillance soit réalisée au niveau européen et non seulement national et, ensuite, que soit renforcée leur articulation avec la banque centrale en mesure de leur fournir la liquidité nécessaire en cas de crise. Il faut d'ailleurs constater que les autorités américaines ont tiré toutes les conséquences du constat général que certains systèmes de paiement, de règlement-livraison et de compensation peuvent revêtir une importance systémique en proposant d'en confier la surveillance à la Réserve fédérale et en leur en assurant l'accès à la liquidité qu'elle procure.

Dans ce contexte, deux remarques complémentaires sont nécessaires. La première est que pour la surveillance de certaines entités, il faut aussi appréhender le caractère global de leurs activités, ce qui impose que leur surveillance soit également coordonnée au niveau mondial. La seconde remarque est qu'il est nécessaire que la liste des entités dont la compétence est européenne ne soit pas figée, mais que des modalités de révision soient prévues afin de prendre en compte d'éventuels nouveaux besoins.

➤ ***Rationaliser la collecte et l'agrégation des informations microprudentielle***

L'AMAFI attire l'attention de la Commission européenne sur la nécessité qu'il y aura à assurer la rationalisation des bases de données au niveau européen et au niveau national afin d'éviter la duplication d'outils et les coûts inutiles.

➤ ***Le rôle international des autorités de surveillance est vital***

Il est particulièrement important que les autorités de surveillance puissent jouer un rôle international. C'est essentiel au regard de la nécessaire convergence des réglementations au niveau mondial. C'est également essentiel au regard de la coordination des politiques de surveillance d'entités spécifiques dont la surveillance ne peut s'envisager qu'au niveau global.

L'AMAFI considère dans ce cadre qu'il est indispensable que ces autorités deviennent membres des organisations internationales afférentes à leur secteur et tout particulièrement de l'Organisation internationale des Commission de valeurs (OICV) en ce qui concerne l'autorité européenne de surveillance des marchés.

➤ ***Composition et structure opérationnelle du SFEF***

Si l'AMAFI considère qu'à terme un régulateur unique des marchés demeure la solution naturelle dans un environnement pleinement intégré, une autorité européenne s'appuyant sur des autorités nationales de surveillance constitue, dans un premier temps, la solution la plus opérationnelle.

CE – Registre des représentants d'intérêts – Numéro AMAFI :
Assoc 97498144

Par ailleurs, en l'absence de modèle de référence, l'AMAFI soutient le choix de la Commission de maintenir le modèle sectoriel actuellement en oeuvre. Elle souhaite cependant souligner que, quel que soit le modèle adopté, il lui apparaît vital de conserver une autorité ayant la surveillance des marchés au centre de ses compétences : la crise ayant en effet mis en lumière leur rôle systémique particulier, une surveillance rapprochée est nécessaire, ce qui exclut que cette compétence puisse être exercée parmi d'autres.

➤ ***Des modalités de désignation du Président des autorités européennes qui doivent être précisées***

L'AMAFI estime qu'il n'est pas réaliste d'envisager que le processus de désignation du Président puisse être mené, comme cela semble envisagé, sur la base d'un processus totalement apolitique. Il est nécessaire que le Président ait une autorité forte qui, outre ses qualités personnelles, découlera nécessairement d'une investiture politique. Dans cette perspective, le processus pourrait être fondé sur une désignation par proposition de la Commission européenne, après accord du Parlement européen et du Conseil. Par ailleurs, il conviendrait que la Commission explicite ce qu'elle entend par la notion de « *professionnels indépendants* ».

Ⓢ ○ Ⓜ

EC – Register of interest representatives – AMAFI's Number:
Assoc 97498144

COMMUNICATION COM(2009) 252 ON EUROPEAN FINANCIAL SUPERVISION

European Commission consultation

Response by AMAFI

AMAFI has more than 120 members, which do business in the cash and derivatives markets for equities, fixed-income products and commodities or operate as infrastructures for trading, clearing and settlement. Just over a third of its members are subsidiaries or branches of non-French firms. For this reason AMAFI takes a keen interest in issues relating to Europe's regulatory and supervisory architecture. Moreover for many years it has played an active part in discussions and debate on these issues, including the implementation and upgrading of the Lamfalussy process and, more recently, the radical changes brought about by the crisis².

Furthermore AMAFI has consistently supported the idea of gradually strengthening European-level regulation and supervision, which it considers vital to achieving genuine financial market integration. This will also allow Europe to play a major part in coordinating international supervision, which, because of the crisis, is absolutely essential.

EXECUTIVE SUMMARY

AMAFI fully supports the orientations set out in the European Commission Communication. But it wishes to stress that the approach should:

- *be part of a more general, medium to long-term view, since the political determination to integrate financial activities is feasible only if supervision is integrated in parallel;*
- *take steps to keep Europe competitive: from this perspective, the developments underway in the United States must not be overlooked;*
- *ensure effective coordination of macro-prudential and micro-prudential supervision, especially as regards issues relating to major international financial groups. This is a particularly important point.*

European Systemic Risk Council (ESRC)

It is vitally important that the ESRC's lack of powers should not diminish its responsibility, since the key challenge for this institution is to be neither too alarmist nor over-optimistic. In this respect, alert mechanisms are much more effective than reports, particularly if these are produced too frequently.

² See AMAFI / 09-05 and AMAFI / 09-28

Furthermore, the economic weight of the euro area within Europe and the dominant role that the ECB would have to play in the event of a liquidity-based crisis are excellent reasons why the ESRC should be chaired by the ECB President. Failing this, he should be able to exert major influence over the ESRC's decisions.

European System of Financial Supervisors

Harmonising rules and applying them consistently is vitally important because the current system, whereby rules are made at European level but oversight and sanction take place at national level, contributes significantly to fragmentation.

The proposed mechanism for dealing with manifest breaches of law should also be applicable to major issues relating to competition and interpretation. All market participants should be able to have access to this mechanism.

It is essential that entities with pan-European reach as well as those that could pose a systemic risk should come under the sole jurisdiction of the European supervisory authorities. This would concern not just credit rating agencies but all trade and post-trade infrastructures.

Regarding the above issues of competition and systemic risk supervision, the supervisory authorities must be able to play their role in international institutions to the fullest extent.

The proposal to maintain the existing sector-based organisational model of supervision is warranted. In light of the lessons learned from the crisis, any changes to the model in future must preserve the specific treatment of markets and their participants.

Further details are needed about the way that the chairs of the European supervisory authorities are chosen.

GENERAL REMARKS

- ***The initiative has AMAFI's full support but it must be part of a medium to long-term vision***

AMAFI fully supports the proposals put forward by the European Commission and broadly validated by the European Council on 18 and 19 June. It attaches special importance to the Commission's clear determination to embark on a bold reform of Europe's financial supervision architecture, following the main guidelines laid down at the beginning of the year by the high-level group of experts chaired by Jacques de Larosière.

But AMAFI stresses that, aside from the indispensable changes brought about by the financial – and now economic – crisis, this architectural reform is rooted even more deeply in the political will to build a large, integrated European financial market. We insist that this aim cannot be truly achieved unless the supervisory architecture is integrated in parallel with the operational integration of market participants and

EC – Register of interest representatives – AMAFI's Number:
Assoc 97498144

their activities. The experiences of recent years have pointed up the limitations of a system in which rulemaking is highly unified at European level but where the powers of oversight and sanction remain at national level. Since the supervisory authorities operate in often radically dissimilar legal and cultural environments, interpretational differences, some of them serious, are not uncommon and can distort competition between participants.

For that reason, since it would be totally unrealistic to cut corners and try building an integrated European supervision system in haste, AMAFI would like the European Commission to adopt a medium to long-term view for its deliberations, identifying the goals to be reached and the steps for getting there. One advantage of this approach would be to ensure that these discussions do not take place – as is now the case – solely under the pressure of urgent need, making it inevitably harder to find the most appropriate solutions.

On this point, however, AMAFI notes that although the crisis has certainly created a sense of urgency, this should be tempered by two considerations. First, the crux of the matter is not to tackle the ongoing crisis but to ensure that the same misconducts do not resurface in future. Second, such is the importance of choosing the right supervisory architecture that the solutions adopted must be weighed up carefully and precisely.

➤ ***A European approach that must also be assessed in the international context, particularly in order to keep Europe competitive***

AMAFI also fully supports the Commission's aim of seeing the European Union play an assertive role in promoting financial stability and security at the international level. The crisis has shown that stability and security are meaningful only at the global level. It is true that the European level is important, if not vital. But on its own it is totally inadequate.

With international supervisory bodies becoming increasingly important, it is vital that the present reform should give Europe a say in decision-making that is commensurate with its economic importance. To maintain the competitiveness of European firms relative to their foreign rivals, Europe cannot afford to be isolated in its strategic options for reform. Subjecting our firms to standards that are much more demanding than elsewhere would have a negative impact not only on their capacity to expand globally but also on their ability to service European corporates and investors. In any case, such additional stringency is pointless unless it prevents a future global crisis or substantially mitigates the impact on Europe's economy.

For AMAFI, two things are essential to ensure that Europe can play its international role to the fullest extent. The European Commission should:

- reconsider its traditional policy on third countries, characterised by a highly favourable approach. It is senseless to grant third country firms rights that are similar to those enjoyed by European firms without necessarily requiring them to operate in an identical framework. For example AMAFI considers it totally paradoxical to allow EU hedge fund managers to market third country hedge funds in Europe under no special constraints;
- encourage convergence of standards. Clearly, while mutual recognition procedures may be a useful temporary solution, the ultimate objective must be to harmonise the framework in which the industry operates.

➤ ***Ensure proper coordination of macro- and micro-prudential supervision***

In AMAFI's view the proposed architecture for the new European supervisory framework is relevant, since it is based on two organisational pillars, one for macro-prudential supervision, the other for micro-prudential supervision, taking advantage of existing entities.

Nevertheless, regarding the operational implementation of the architecture, AMAFI draws the Commission's attention to the importance of getting Member States' authorities properly involved in policymaking on financial stability and consumer protection issues, since it is them who are familiar with ground-level realities.

➤ ***Take account of ongoing developments in the United States***

The US administration recently released details of a sweeping reform plan. Even though Congress, which holds most of the decision-making powers, may make changes to the plan, some of them substantive, it is hard to image that the Commission's proposals will not also be assessed in light of America's initiative. There is a considerable risk that the US reform will become a mandatory benchmark and that any standards which fail to match up to it will be deemed unacceptable. This would have two consequences. First, whenever Europe chooses less stringent standards, it would be forced to tighten them. Second, and in contrast, if it chooses stricter standards, it would rule European firms out of the competitive race.

The US plan is all the more likely to become the global benchmark since it is portrayed in the media as an overarching scheme designed to respond ambitiously to the problems exposed by the crisis. But even though Europe is acting equally decisively, if not more so, it is advancing in a piecemeal manner, dealing with one topic after another. As a result, public opinion cannot always discern an overall political spirit.

➤ ***Key questions relating to issues arising from transnational financial groups***

AMAFI notes that two key questions specific to transnational financial groups have been either overlooked or dealt with inadequately in the Commission's paper. The first concerns colleges of supervisors, which AMAFI thinks should be addressed with particular attention. The second question concerns the need to coordinate crisis-related solutions in major transnational financial groups, with a view to integration.

EUROPEAN SYSTEMIC RISK COUNCIL (ESRC)

AMAFI supports the creation of a macro-prudential supervision authority for Europe, charged with monitoring and analysing the risks to financial stability arising both from macroeconomic trends and from developments in the financial system as a whole. Creating such an authority is especially important given the manner in which the crisis occurred. Moreover, the initiative merely replicates at European level the duties assigned at global level to the new Financial Stability Board by the G-20 in April 2009, namely to monitor financial stability and systemic risk on a worldwide scale. It must also be seen in light of the US reform plan, under which the Fed is to take charge of the macro-prudential and micro-prudential supervision of entities that would pose a threat to financial stability should they fail.

On the whole, AMAFI approves the tenor of the European Commission's proposals, subject to the caveats and reservations outlined below.

➤ ***The ESRC's absence of powers must not diminish its responsibility***

There are no plans to give ESRC binding legal powers or direct competence in the area of crisis management. AMAFI notes that this could ultimately disempower the new institution. This situation is particularly unwelcome since the ESRC is useful only if it can properly calibrate its actions to be neither too alarmist nor over-optimistic.

Admittedly, introducing an "act or explain" mechanism to follow up on the ESRC's warnings and recommendations should avert that risk. In AMAFI's view, however, the mechanism ought to be enhanced by allowing the ESRC to formalise its recommendations, for example as decisions presented to the European Parliament, the Council and the Commission as well as to the three new authorities responsible for micro-prudential supervision. The crisis has highlighted the central role of national-level supervision in an emergency, so it is vital that the ESRC should be able to make formal recommendations to Member States.

That power should be exercised in two areas in particular, firstly for prudential issues such as leverage and liquidity ratios, and secondly as regards market structures, with a bias towards setting up central counterparty clearing houses and, wherever relevant, organised or regulated markets.

In parallel, the new authority must have both political legitimacy and moral authority, without which it will struggle to exert major influence on the addressees of its warnings and recommendations. From this standpoint, the current proposals to make the ESRC accountable to the Council and the Parliament need to be explained in precise detail.

➤ ***A warning mechanism is be more meaningful than a glut of reports***

The requirement for the ESRC to report to the Council and the Parliament at least twice a year seems ineffectual. Fortunately, crises do not occur regularly, but if reports are produced too frequently they will inevitably lose their edge and are unlikely to arouse the interest of the readers for whom they are intended. By contrast an annual report is a vital requirement because, among other things, it allows the Council and the Parliament to superintend the ESRC. In all other cases, preference should be given to a warning mechanism, which is far more meaningful to its addressees.

➤ ***The ECB President must have a central role in the ESRC***

The European Commission proposes to assign the chairmanship of the ESRC to the President of the ECB. However, pursuant to the conclusions of the European Council meeting on 18 and 19 June 2009, the chairperson will apparently be elected by the ECB's General Council.

AMAFI understands the reasons for this shift but notes that, from a systemic perspective, it is somewhat paradoxical not to consider the euro area as a whole by allowing the chairperson of the ESRC to be the president or chair of one of the area's central banks, or even the president or chair of another European central bank. In AMAFI's opinion, the economic weight of the euro area within Europe and the dominant role that the ECB would have to play in the event of a liquidity-based crisis are excellent reasons why the ECB President should chair the ESRC. Failing this, he should be able to exert major influence over the ESRC's decisions.

EUROPEAN SYSTEM OF FINANCIAL SUPERVISORS (ESFS)

For micro-prudential supervision, AMAFI agrees with the European Commission that the EU has reached the limits of what can be done with the present status of the Committees of European Supervisors. AMAFI has been stressing for years that one of the key issues in the construction of Europe is the mechanism that makes most of the rules at European level but that leaves interpretation, oversight and, where applicable, punishment at national level. This situation creates disparities that can contribute significantly to fragmentation, so AMAFI broadly endorses the Commission's proposals, subject to the following caveats and reservations.

➤ ***Harmonising rules and applying them consistently is vital***

For the above reasons AMAFI wholeheartedly supports the Commission's proposals for developing a single set of harmonised rules, the consistent application of which could be ensured to some extent by the supervisory authorities.

To achieve this result satisfactorily, particular attention must be paid to four points:

- The three new authorities must have the institutional resources and powers to guarantee that decisions taken in this context are implemented effectively in each Member State. This would entail the power to set legally binding standards.
- The scope of that power should be as broad as possible. The underlying issue is to ensure that common responses can be given whenever the situation warrants. One clear illustration of the failings that need to be addressed is the question of short selling.
- Special care is needed when implementing the restriction (confirmed in the conclusions of the European Council of 18 and 19 June 2009) whereby decisions adopted by the European supervisory authorities do not encroach on the jurisdiction of Member States. If this restriction is interpreted too broadly, it could bring the process to a standstill.
- A sufficiently thorough oversight mechanism must be established.

➤ ***Establishing a mechanism for addressing manifest breaches of Community law is insufficient***

AMAFI backs the introduction of a mechanism for addressing differences that may arise between national authorities. At present, such differences can contribute significantly to fragmentation and should not be tolerated, given the political will to build a large and integrated financial market in Europe.

Therefore a mechanism that acts only in cases where the behaviour of a national supervisory authority is considered manifestly in breach of Community law is clearly insufficient. Legal mechanisms already exist to prevent laws from being violated. What is surely needed are faster solutions than those that currently exist in national and European courts. More importantly, though, the mechanism should be broader:

- it must be capable of dealing with interpretational differences or competition issues that can lead to regulation shopping and competitive distortions;
- all market participants, not just national supervisory authorities, should have access to this enhanced mechanism.

➤ ***Pan-European entities should come under the sole jurisdiction of the supervisory authorities***

AMAFI wholeheartedly approves of giving the European supervisory authorities full powers over certain entities with pan-European reach, such as credit rating agencies (CRAs) and clearing houses. On the latter point, however, it notes that the European Council has referred only to CRAs. AMAFI therefore emphasises that clearing houses, markets, settlement systems and central depositories play a major systemic role. Accordingly they must be supervised at European level, not just nationally, and their links with central banks, which can provide them with liquidity if needed, must be strengthened. It should also be noted that the US authorities have grasped all the implications of the general fact that some payment, settlement and clearance systems can have systemic importance. They have proposed that such systems be placed under the supervision of the Federal Reserve, thereby giving them access to the liquidity that this arrangement would provide.

Two additional comments are called for. First, when supervising certain entities, it is necessary to take account of the overall nature of their business, meaning that supervision must be coordinated on a worldwide basis. Second, the list of entities under European supervision must not be inflexible; a review procedure must be established so that new requirements can be taken into account where necessary.

➤ ***Rationalise the collection and aggregation of micro-prudential information***

AMAFI alerts the European Commission to the need to rationalise databases at both European and national levels to avoid overlaps and unnecessary costs.

➤ ***An international role is vital***

It is especially important that the supervisory authorities be able to play an international role. This is vital in view of the need to harmonise regulations at world level. And it is vital for the coordination of supervisory policies for specific entities that can be overseen on a global basis only.

On this issue AMAFI believes it essential for the authorities to join international organisations dealing with their sector. In particular the European market supervisor should become a member of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

➤ ***Composition and operational structure of the ESFS***

AMAFI believes that, ultimately, a single market supervisor is the natural solution for a fully integrated environment. But to start with, a European authority relying on national supervisory authorities is the most workable solution.

Moreover, since there is no benchmark model, AMAFI supports the Commission's decision to maintain the existing sector model. We would point out, however, that whatever model is adopted, it is vital to have an authority whose chief power is market supervision. The crisis has shown that markets play a special systemic role and that close supervision is therefore needed. Accordingly, that power cannot be exercised as if it were just one of many prerogatives.

➤ ***Clarify the methods for choosing the chairperson of the European authorities***

AMAFI notes a lack of detail concerning the way in which the chairs of the three supervisory authorities are chosen. Be that as it may, the AMAFI considers it unrealistic to envisage – as is apparently the case – that the process of choosing the chairperson can be totally apolitical. The chairperson must have considerable authority which, aside from his or her personal qualities, can come only with political office. With this in mind, the process could be based on an appointment following a recommendation from the European Commission, with the prior assent of the European Parliament and the Council. Furthermore, the Commission should clarify what it means by "independent professionals".

