

An English version is
available after page 7.

UNION DES MARCHES DE CAPITAUX REVUE DE MI-PERIODE

-

Le Brexit, un événement majeur dont les conséquences doivent être tirées

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.

L'Association suit avec beaucoup d'attention l'avancée de l'initiative d'Union des marchés de capitaux annoncée en juillet 2014 par M. Juncker, avant qu'il ne soit nommé Président de la Commission européenne. Elle a ainsi contribué à la consultation lancée en février 2015 sur la base du Livre vert « *Construire l'union des marchés de capitaux* » et des propositions l'accompagnant en vue de réviser la directive Prospectus d'une part, de mettre en place un cadre européen pour une titrisation simple, transparente et standardisée d'autre part ([AMAFI 15-27](#), [AMAFI 15-28](#) et [AMAFI 15-29](#)). Elle a également contribué à l'appel à témoignage relatif au cadre réglementaire applicable aux services financiers dans l'UE, lancé par la Commission en septembre 2015 en vue de préciser certains éléments de son plan d'action ([AMAFI 16-08](#)).

Aujourd'hui, l'AMAFI souhaite encore une fois apporter sa contribution aux réflexions dans le cadre de la revue de mi-période que la Commission mène actuellement. En complément des éléments apportés en réponse au questionnaire de la consultation, elle estime ainsi nécessaire de souligner particulièrement l'enjeu très spécifique que constitue désormais le Brexit dans le contexte du dossier sur l'Union des marchés de capitaux.

UNE REFLEXION EN PROFONDEUR EST NECESSAIRE SUR LES CONSEQUENCES DU BREXIT POUR L'EUROPE FINANCIERE A 27

Il est frappant de constater que le document de consultation de la Commission ne mentionne à aucun moment l'événement majeur que constitue le Brexit pour l'Europe des marchés, ni de ce fait, ne cherche à en tirer les conséquences.

Mais comment continuer à envisager identiquement « *Construire l'union des marchés de capitaux* », alors que le 23 juin 2016, le peuple britannique a voté en faveur de la sortie du Royaume Uni de l'Union européenne, que la notification officielle de cette sortie doit être formulée très prochainement, et que tout indique que la sortie du Royaume Uni se réalisera, du commun accord des parties, selon les modalités d'un « hard Brexit » ?

La constatation que la *City*, s'appuyant notamment sur les capacités ouvertes par la création d'un passeport européen favorisant l'intégration progressive des activités de marché, est aujourd'hui, et de loin, la principale place financière de l'Union, ne peut être passée sous silence. De manière très immédiate, elle signifie en effet que le lieu où est aujourd'hui concentré l'essentiel des acteurs qui, pour l'Europe des 27, servent le financement de marché de son économie et l'allocation de son épargne, lui sera désormais extérieur, avec la possibilité de perdre une large part de la maîtrise de nombreux acteurs y exerçant leurs activités au profit de ses ressortissants qu'ils soient entreprises ou épargnants.

Cette situation, extraordinaire pour une zone économique d'une telle taille et d'une telle importance, ne peut, ni ne doit être sous-estimée. Dorénavant, c'est nécessairement un axe central du dossier UMC autour duquel la réflexion doit être structurée. En la matière, **l'Europe des 27 doit déterminer son ambition et établir sa stratégie en conséquence : quelle finance veut-elle sur son territoire, et quelle maîtrise entend-elle exercer en ce domaine ?**

L'UMC est actuellement construite autour de différents projets qui ont une importance certaine dans les domaines qu'ils couvrent pour tenter de tirer toutes les conséquences du basculement du modèle de financement de l'économie européenne qui est en cours : l'enjeu est de donner au marché les moyens d'assumer la place qui doit désormais être la sienne dans ce financement. Pour autant, le catalogue de mesures envisagées à ce titre reste dans bien des cas d'une ambition toute relative qu'au demeurant, le processus européen d'élaboration des textes conduit trop souvent à amoindrir encore. La révision de la Directive Prospectus en est un exemple car si un certain nombre de modifications sont indéniablement bienvenues, la simplification attendue est loin d'être toujours réalisée. En tout état de cause, la portée exacte de ces modifications reste largement conditionnée aux mesures qui seront adoptées au niveau 2, dans un contexte où l'expérience montre que ce niveau a en réalité pour conséquence de renforcer notablement la complexité du cadre réglementaire. De leur côté, les discussions en cours en matière de titrisation, alors que les enjeux sont pourtant majeurs, n'établissent pas que des avancées notables puissent être accomplies en la matière.

Si l'UMC trace assez clairement un objectif qui ne peut qu'être partagé, le chemin à parcourir et les moyens à mettre en œuvre pour l'atteindre sont d'autant moins facilement déterminables que le Brexit est venu bouleverser la donne d'origine. Vient par ailleurs s'y ajouter aujourd'hui le Livre blanc sur l'avenir de l'Europe qui présente différents scénarios pour l'UE à 27 à l'horizon 2025. Même si l'on ne voit pas que l'UMC soit remise en cause par l'un ou l'autre des scénarios qui serait finalement choisi, ce choix aura en revanche une influence forte sur la façon de parvenir à l'objectif qu'il fixe.

Dans cette perspective, il peut apparaître à tout le moins raisonnable de **se donner du temps pour approfondir la réflexion en mesurant les enjeux en cause et les voies de solution possibles.**

DE NOUVEAUX CHAPITRES DOIVENT ETRE OUVERTS, D'AUTRES REPENSES ET REAFFIRMES

- ***Assurer à l'Europe à 27 les moyens de son autonomie et de sa sécurité financière***

L'Europe doit définir d'abord dans quels domaines elle considère que pour des raisons de sécurité et de souveraineté, il est impératif qu'elle dispose sous sa maîtrise, des outils qui lui sont particulièrement vitaux en termes d'autonomie financière.

De ce point de vue, la question de la localisation des **chambres de compensation** est certainement l'une de celles qui, au vu de leur rôle croissant en tant que concentrateur de risques, retient le plus

l'attention. Cette question ne peut toutefois masquer les autres domaines de préoccupation, notamment par exemple en termes de **plateformes de marché** où sont traités les instruments qui servent au financement des entreprises européennes (actions, obligations, ...) ou à la couverture de leurs risques (dérivés) ou en termes d'**accès aux données** qui caractérisent l'activité financière menée, soit sur des instruments émis par des entités européennes, soit au profit de telles entités.

Alors que sur ces différents plans, l'Europe a souvent axé sa stratégie autour d'un principe d'ouverture à l'extérieur, il est d'autant plus impératif qu'elle refonde sa réflexion que dans beaucoup de domaines, les outils aujourd'hui localisés au Royaume-Uni ont souvent acquis une part de marché particulièrement importante.

Cette réflexion ne peut toutefois être conduite en ignorant les problématiques concurrentielles. Assurer la maîtrise d'outils stratégiques ne peut être réalisée au prix d'une compétitivité amoindrie des acteurs européens, et en tous cas pas sans une claire conscience des implications des choix entre les différents moyens possibles pour garantir cette maîtrise.

- **Définir une doctrine sur le traitement des pays tiers et sur le cadre de l'équivalence**

Aujourd'hui, l'Europe ne dispose pas d'une politique générale en termes de traitement des pays tiers dans le cadre de la réglementation financière : ce sont en effet des dispositifs particuliers qui s'appliquent, tels qu'ils sont déterminés par chaque texte qui les prévoit. Cette hétérogénéité, bien que discutable sur le principe, ne constituait jusqu'ici pas véritablement une difficulté : l'intensité des relations en jeu restaient en effet assez faible, soit parce que le pays tiers était de dimension restreinte par rapport à l'UE (Suisse), soit parce qu'il en était éloigné (États-Unis).

Le Brexit modifie radicalement cet équilibre compte tenu de la conjonction exceptionnelle de la proximité et du poids du Royaume-Uni dans les activités financières européennes. Sauf à rompre le champ concurrentiel dans lequel évoluent les établissements financiers de l'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 depuis le Royaume-Uni sur la base seulement d'une équivalence du cadre réglementaire qui serait reconnue à l'origine.

Par essence en effet, cette équivalence d'origine sera assurée. En revanche, rien ne garantit qu'elle sera maintenue dans la durée, chacune des parties devenant libre ultérieurement de modifier ses règles, voire d'adapter de façon plus ou moins visible sa pratique de supervision. **Il est donc vital que toute reconnaissance d'équivalence des réglementations soit précaire**, c'est-à-dire évaluée périodiquement dans le cadre d'un régime ad'hoc, et remise en cause lorsque cette équivalence 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. L'effectivité d'un régime d'équivalence assurant une revue de haut niveau nécessitera toutefois des moyens et des compétences suffisantes dont il ne semble pas qu'elles puissent être mises en œuvre autrement que par les autorités européennes de supervision, et en particulier par l'AEMF. Il sera donc nécessaire qu'en la matière la Commission européenne s'appuie largement sur ces dernières. Devra en outre être posée la question du financement des travaux d'évaluation, puis de revue régulière, des travaux d'équivalence. En la matière, la raison semble commander que le coût soit supporté par les pays tiers demandeurs, et non laissé à la charge des économies aux acteurs desquelles l'équivalence donne, au final, de nouveaux concurrents.

De manière plus générale, dans le traitement des pays tiers, **l'exigence d'une réciprocité devrait être érigée en principe fondamental.**

- ***Lorsqu'elle est nécessaire, la convergence effective des pratiques de supervision des autorités nationales doit être assurée***

Il est particulièrement important d'assurer la convergence des pratiques de supervision des autorités nationales. Les divergences fréquemment constatées en la matière constituent aujourd'hui une puissante source de fragmentation du marché, dans un contexte où le socle normatif est désormais très largement harmonisé, le recours au règlement plutôt qu'à la directive ayant constitué un outil central en la matière.

Pour autant, la convergence ne doit pas constituer un dogme absolu. Là où elle est nécessaire, et ce sera essentiellement le cas lorsqu'il y a un enjeu paneuropéen de structure de marché ou de concurrence, tous les efforts doivent être déployés pour la rendre effective, sans doute par renforcement des outils à la disposition des autorités européennes de supervision. En revanche, et au moins dans un premier temps, la convergence doit rester un outil secondaire par rapport à la capacité des écosystèmes locaux à assurer le bon fonctionnement du marché au service du financement des entreprises et de l'allocation de l'épargne (*v. aussi infra*).

En effet, parce que les divergences de supervision plongent souvent leurs racines dans des différences culturelles et juridiques issues de l'histoire de chaque pays, leur réduction constituera nécessairement une entreprise de moyen / long terme qui impose de se concentrer en premier lieu là où le besoin est le plus fort et le plus immédiat.

De ce point de vue d'ailleurs, dans le contexte du Brexit, avec la volonté de certains États membres d'attirer des relocalisations d'activités financières sur leur territoire, il devrait particulièrement être examiné comment la Commission et les autorités européennes de supervision pourraient activement veiller à la convergence des pratiques de supervision dans les domaines en cause. Il s'agit en effet d'éviter la tentation d'une course au « moins disant », dangereuse à terme pour tous. Ce point sera singulièrement critique s'agissant de la supervision des conditions dans lesquelles s'effectuent les délégations de mandat de gestion dans le cadre de la directive UCITS V (article 13).

- ***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. Face aux défis qui résultent du Brexit, et à la nécessité d'une plus grande convergence des pratiques de supervision, une réflexion approfondie en la matière est plus que jamais nécessaire.

Dans cette réflexion, deux aspects paraissent devoir être particulièrement pris en compte. Le premier est que l'uniformité des solutions proposées ne soit pas un impératif absolu : les particularités de la supervision des activités de marchés, de crédit ou de d'assurance peuvent nécessiter certaines différences. Le second aspect est qu'il faut sans doute considérer attentivement l'hétérogénéité des compétences et pouvoirs dont disposent les autorités nationales : une supervision européenne peut-elle fonctionner efficacement en s'appuyant sur des autorités nationales qui ne disposent pas des mêmes moyens ?

- **Donner aux fonds propres et donc au marché des actions une priorité absolue**

Tant pour limiter le degré dangereux de levier que comportent trop souvent nos économies du fait d'un recours excessif à l'endettement, que surtout pour financer l'investissement à risque des entreprises, facteur particulièrement central du retour d'une croissance solide, l'importance du recours au fonds propres doit de nouveau être affirmée avec force.

Certes, ce sujet comporte une dimension fiscale importante pour laquelle l'action au niveau européen peut se trouver entravée par la nécessité de recueillir l'unanimité des États membres. Cette limite réelle ne peut toutefois servir d'excuse à l'absence de réflexion : il appartient ici à la Commission européenne de donner un élan en faisant des recommandations. Les propositions formulées en termes d'*Allowance for Corporate Equity* constituent ainsi un bon exemple de la voie à suivre.

Il faut toutefois aller plus loin. Il est notamment nécessaire de souligner les bénéfices attachés à la **création d'un régime de fonds de pension européen**, additionnel à ceux existants, bénéficiant d'une clause du traitement fiscal le plus avantageux localement disponible pour un produit de retraite. Outre l'intérêt évident d'un cadre commun pour les Européens mobiles, il ne peut y avoir que des avantages à favoriser le développement des fonds de pension, principaux investisseurs de long terme au regard de la durée de leurs passifs. Ici aussi, la Commission a un rôle moteur à jouer.

- **Appliquer effectivement le principe de proportionnalité**

Même si une inflexion notable semble actuellement se dessiner, il faut néanmoins rappeler qu'une large part du cadre réglementaire des activités de marché a été édictée en considération de problématiques essentiellement liées à des grands acteurs, car ce sont ces problématiques qui sont d'abord visibles publiquement. L'exemple le plus frappant est celui du corpus prudentiel, conçu à l'origine par le Comité de Bâle exclusivement pour les grandes banques actives à l'international, mais appliqué au niveau européen à l'ensemble des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

Une telle approche n'aboutit toutefois qu'à l'élévation continue des contraintes pesant sur les acteurs, sans véritable prise en compte de leur caractère approprié ou non au regard des objectifs de régulation poursuivis. Elle est conséquence un facteur puissant de concentration, au détriment de la diversité de l'écosystème de financement et de sa capacité à servir les multiples besoins qui peuvent être rencontrés, tant du côté des entreprises que des épargnants.

Il est donc particulièrement important que les institutions et autorités européennes assurent l'effectivité du principe de proportionnalité. L'application de ce principe doit se matérialiser, non seulement lors de la calibration de la règle, mais aussi lors de la modulation de sa supervision via une approche par les risques.

- **Prendre en compte l'importance de la liquidité**

La liquidité, c'est-à-dire la capacité à ce qu'acheteurs et vendeurs puissent être simultanément présents dans le marché, est un élément essentiel à son bon fonctionnement et à l'efficacité du processus de découverte du prix qu'il réalise. De ce fait, la liquidité est aussi un élément essentiel dont dépend la capacité des entreprises à lever au meilleur coût des ressources pour financer leur développement.

La liquidité constitue donc un enjeu notable dans le cadre de l'UMC qui impose de veiller attentivement à ne pas contrecarrer inutilement les différents facteurs qui concourent à son amélioration, comme les

mécanismes de fourniture de liquidité (tenue de marché et contrat de liquidité) ou les activités de recherche qui, en éclairant les décisions des investisseurs, stimulent leur intérêt.

- ***Assurer une meilleure mise en œuvre de textes importants et structurants pour la construction de l'Union des marchés de capitaux.***

La norme européenne encadrant les activités financières s'est enrichie très fortement ces dernières années et de nombreux textes ont été totalement revus, tandis que de nouveaux champs réglementaires ont été pris en considération. La complexité inhérente à de nombreuses mesures d'exécution a conduit à ce qu'elles soient adoptées dans des délais qui, en général, sont très tardifs par rapport au calendrier d'entrée en application du texte prévu par les colégislateurs. Dans certaines situations, comme récemment en ce qui concerne les dispositifs MIF 2 et PRIIPs, le calendrier est apparu tellement intenable que le délai d'entrée en application prévu à l'origine a dû être reporté d'un an.

Alors que s'impose l'objectif d'une bonne mise en œuvre simultanée par l'ensemble des acteurs de l'Union européenne des obligations qui s'imposent à eux, l'AMAFI souhaiterait que puisse être réformée la méthode de fixation des dates d'entrée en application des textes européens, déterminée actuellement directement par chacun de ceux-ci ou par référence à leur date de publication au JOUE.

Pour cela, l'Association propose que les textes discutés en colégislation prévoient désormais une entrée en application dix-huit mois après la publication au JOUE de la dernière norme d'exécution confiée à la Commission européenne.

En outre, afin d'éviter des situations inextricables lorsqu'une date d'entrée en vigueur s'avère impossible à tenir du fait de difficultés matérielles, ou n'est plus pertinente en raison de délais acceptés par les autres juridictions, il conviendrait, dans le cadre de leur revue, de doter les Agences de Supervision Européennes d'un instrument suspensif similaire aux « no-action letters » utilisées aux Etats-Unis.



CAPITAL MARKETS UNION MID-TERM REVIEW

-
**Brexit represents a major event
whose consequences must be taken into account**

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 is paying close attention to progress in the Capital Markets Union (CMU) initiative launched in July 2014 by Jean-Claude Juncker ahead of his appointment as President of the European Commission. As part of this, it took part in the consultation launched in February 2015 on the basis of the Green Paper – *Building A Capital Markets Union* – with accompanying proposals aimed at revising the Prospectus Directive and establishing a European framework for simple, transparent and standardised securitisation ([AMAFI 15-27](#), [AMAFI 15-28](#) and [AMAFI 15-29](#)). AMAFI also answered the call for evidence on the EU regulatory framework for financial services, which the European Commission published in September 2015 with a view to clarifying certain components of its CMU Action Plan ([AMAFI 16-08](#)).

Today, AMAFI wishes to make a new contribution to the discussions currently taking place in the context of the Commission's mid-term review. In addition to responding to the consultation questionnaire, AMAFI also feels a duty to stress the specific challenges raised by Brexit for CMU.

IN-DEPTH DISCUSSIONS ARE NEEDED ON BREXIT'S CONSEQUENCES FOR THE EU-27 FINANCIAL SYSTEM

Although Brexit is a momentous event for Europe's financial markets, the Commission's consultation paper never mentions it nor seeks to assess the associated consequences.

Yet how can the idea of "Building a Capital Markets Union" be approached in the same way after the British people voted on 23 June 2016 to take the UK out of the European Union? Moreover, official notification of the UK's departure is expected soon, and all the signs are pointing towards agreement on a hard Brexit.

By harnessing the capabilities opened up by the European passporting system, which promoted the progressive integration of capital market activities, the City of London has grown to become the EU's primary financial centre by far. In terms of immediate consequences, Brexit means that the bulk of the firms providing market financing and allocating savings for the EU-27 economy will be outside the Union, creating the possibility of extensive loss of control over many UK-based firms that serve European businesses and individual investors.

This situation, which is extraordinary for an economic area of Europe's size and importance, cannot and must not be underestimated. It must now become a central component of CMU around which discussions must be structured. In this regard, the **EU-27 needs to establish its goals and set its strategy accordingly. In particular, what finance does it want to have within its territory and what control does it plan to exercise in this area?**

CMU is currently constructed around several projects with definite importance for the areas that they address, forming part of the effort to capture the consequences of the changes being made to Europe's economic financing model. The ultimate goal is to give the market the means to take its appointed place in the financing system. Yet all too often the proposed measures are not bold enough and have been watered down even further by the European legislative drafting process in many instances. The review of the Prospectus Directive is a good example, for while some of the amendments are undeniably welcome, the hoped-for simplification is far from being achieved. In any case, the exact scope of these changes is largely conditional on future Level 2 measures, but experience tells us that the actual effect of this level is to significantly increase the complexity of the regulatory framework. Meanwhile, despite what is at stake, securitisation discussions offer no guarantee of substantial progress on this front.

While CMU sketches out, in fairly clear fashion, an objective that we naturally share, the path to and means of achieving this goal are harder to identify now that Brexit has disrupted the original set of parameters. Moreover, the White Paper on the Future of Europe, which presents various scenarios for the EU-27 through to 2025, has joined the mix as well. Although it does not look as though CMU will be threatened by whichever scenario is ultimately chosen, this choice will have a major bearing on how CMU's stated objective is to be achieved.

With this in mind, it seems reasonable to **take the time to have a more in-depth discussion by measuring the challenges and considering potential solutions.**

NEW CHAPTERS NEED TO BE OPENED, WHILE OTHERS NEED TO BE RETHOUGHT AND REAFFIRMED

- ***Provide the EU-27 with the means to ensure its financial autonomy and security***

Europe needs to identify the areas where it considers that, for reasons of security and sovereignty, it needs to retain control over the tools that are especially critical to preserving financial autonomy.

From this point of view, the location of **central counterparties** is certainly a question that deserves close attention, given the growing role of such institutions as risk concentrators. However, this question must not overshadow other areas of concern, such as the **market platforms** on which the instruments used to finance European companies (equities, bonds) or hedge their risks (derivatives) are traded, or **access to the data** that characterise financial activities, whether on the instruments issued by European entities, or for such entities.

While on these various fronts Europe has been in the habit of centring its strategy around a principle of openness to the outside, it must now revisit its thinking given that UK-based tools hold extremely large market shares in many areas.

This discussion cannot sidestep competition issues. Asserting control over strategic tools cannot take place at the cost of reduced competitiveness for European firms, and certainly not without a clear awareness of the implications of choices in terms of possible ways to achieve this control.

- ***Establish a policy for the treatment of third countries and the equivalence framework***

Europe lacks an overall policy for dealing with third countries within the financial regulatory framework: specific arrangements apply, as determined by the individual piece of legislation that provides for them. This lack of uniformity, although debatable, did not raise genuine difficulties until now, as the relations in question were not of a high intensity because the third countries in question were either small compared with the EU (Switzerland) or far away (USA).

Given the exceptional combination of the UK's close proximity and presence in European financial activities, Brexit has radically changed this situation. Without breaking up the competitive landscape within which the EU-27's financial institutions operate and hence without reducing many of the protections that European lawmakers have seen fit to create for EU companies and individual investors, it is inconceivable that financial products and services can be provided from the UK based merely on initial recognition of regulatory equivalence.

By definition, initial equivalence is assured. But there is nothing to ensure that it will be maintained over time, since each party will be free to change its rules subsequently or to adapt its supervisory practices more or less obviously. **For this reason, it is vital that any recognition of regulatory equivalence should be temporary**, i.e. reassessed periodically within the framework of 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. The effectiveness of an equivalence regime ensuring a high-level review will however entail adequate resources and skills, which we feel could be implemented only by the European supervisory authorities (ESAs), particularly the European Securities and Markets Authority (ESMA). Accordingly, the European Commission should rely on the ESAs in this area. There is also the question of funding for equivalence assessments and reviews. In this regard, it would be reasonable for the cost to be borne by applicant third countries rather than by the economies whose firms will ultimately be faced with new competitors as a result of equivalence decisions.

More generally, in the treatment of third countries, **a reciprocity requirement should be established as a basic principle.**

- ***Where necessary, effective convergence of national supervisory practices should be ensured***

It is especially important to ensure convergence in the supervisory practices of national authorities. The divergences that are frequently observed in this regard represent a major source of market fragmentation at a time when the regulatory framework is extensively harmonised, with use of regulations rather than directives acting as a central tool in this area.

Yet convergence should not be pursued at all costs. Where it is necessary, i.e. essentially if there is a pan-European issue of market structure or competition, every effort must be made to render it effective, most likely by strengthening the tools available to the ESAs. However, and at least initially, convergence be secondary to the ability of local ecosystems to ensure that the market functions properly in terms of supporting business financing and allocating savings (*see also below*).

Because supervisory differences are often rooted in cultural and legal peculiarities that stem from each country's own history, reducing them will inevitably be a medium-/long-term process that will entail concentrating in the first place on where the need is greatest and most immediate.

From this perspective, in the Brexit environment, given the desire of some Member States to persuade financial activities to relocate within their territory, a careful examination must be made of how the Commission and the ESAs could actively oversee the convergence of supervisory practices in the areas in question. The aim should be to avoid a race to the bottom that would be bad for everyone in the long run. This point will be critical when it comes to supervising the conditions in which management mandates are delegated under the UCITS V Directive (Article 13).

- ***Establish a Committee of Wise Men to suggest ways of strengthening European supervision***

European financial supervision has been gradually structured over time by work conducted by high-level discussion groups. The Lamfalussy Committee, the Inter-institutional Monitoring Group and the Larosière Committee all played decisive roles in the changes made over the last 20 or so years. In view of the challenges posed by Brexit and the need for greater convergence in supervisory practices, in-depth discussions in this area are needed now more than ever.

These discussions should consider two aspects in particular. First, proposing uniform solutions need not be the absolute priority: the peculiarities of supervising market, credit and insurance activities may mean that differences are required. Second, careful attention should be paid to uniformity in the attributes and powers of national authorities. After all, can European supervision function effectively if it relies on national authorities that do not all possess the same means?

- ***Give top priority to capital and hence to equity markets***

To limit the dangerous level of leverage that our economies too often display because of excessive use of debt, but more crucially to fund business investment, which is a vital factor in promoting a return to solid growth, the importance of capital needs to be forcefully affirmed once again.

Admittedly, this issue includes a significant tax dimension, where action at European level may be hampered by the need for unanimous agreement by Member States. But this genuine limitation is no excuse for not holding discussions. The European Commission needs to get the ball rolling by making recommendations. The Allowance for Corporate Equity proposals are a good example of the path to take.

But we need to go further by **emphasising the benefits of establishing a European pension fund**, in addition to existing schemes, with arrangements to allow retirement products to receive the most advantageous local tax treatment. Besides the obvious benefits of a common framework for mobile Europeans, we can only stand to gain by promoting the development of pension funds, which are the primary long-term investors given the duration of their liabilities. Here again, the Commission can play a driving role.

- ***Effectively apply the proportionality principle***

Even if a noteworthy shift seems to be taking shape, it is worth remembering that a large portion of the regulatory framework for capital market activities was created to tackle issues that essentially concern large firms, as these are the mostly publicly visible issues. The most striking example is that of the capital adequacy framework, which was originally designed by the Basel Committee for large internationally active banks but which is applied in Europe to all credit institutions and investment firms.

This approach merely results in constantly increasing the constraints placed on firms, without proper recognition of whether these restrictions are appropriate in terms of the stated regulatory objectives. As a result, it is a major factor in concentration, undermining the financing ecosystem's diversity and ability to cater to the many and varied needs of businesses and individual investors.

It is therefore vitally important that European institutions and authorities make sure that the proportionality principle is effectively applied, not only when calibrating rules but also when adjusting supervision within the framework of a risk-based approach.

- ***Recognise the importance of liquidity***

Liquidity, that is, the capacity of buyers and sellers to be present simultaneously in the market, is a key element in orderly market operation and in the effectiveness of the price discovery process. Accordingly, liquidity is central to the ability of companies to raise the resources they need to fund their growth as cheaply as possible.

For these reasons, liquidity is a key challenge for CMU, and care needs to be taken to avoid unduly interfering with the factors that contribute to its improvement, such as liquidity provision mechanisms (market making and liquidity agreements) and research activities, which stimulate investor interest by informing their decisions.

- ***Improve implementation of key legislation with a major bearing on the establishment of CMU***

European regulatory standards for the financial sector have increased dramatically in recent years. Many standards have been completely revised and whole new areas for regulation have been taken into consideration. The complexity inherent in many implementation measures means that they are generally adopted long after the date that the co-legislators have decided the underlying regulation should enter into force. In some situations, as with the recent MiFID 2 and PRIIPs cases, the timetable has become so unworkable that the entry into force indicated at the start of the process has had to be delayed for a year.

Given the objective of full and simultaneous implementation of their obligations by all EU actors, AMAFI would like to see changes to the way the dates of entry into force for European regulations are set. They are currently determined by the regulations themselves or with reference to the date they are published in the OJEU.

With this in mind, AMAFI suggests that measures subject to co-legislation enter into force 18 months after the publication in the OJEU of the final implementation measure assigned to the European Commission.

Furthermore, to avoid confusing situations when the deadline for entry into effect cannot be met because of material difficulties or becomes meaningless because of timelines adopted by other jurisdictions, ESAs should be able when conducting reviews to employ instruments similar to the no-action letters used in the United States.



CAPITAL MARKETS UNION Mid-Term Review 2017

- AMAFI's contribution

1. Financing for innovation, start-ups and non-listed companies

Are there additional actions that can contribute to fostering the financing for innovation, start-ups and non-listed companies? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.

▪ **Crowdfunding**

There are some arguments in favour of creating a European framework for crowdfunding, if only to provide participants with legal certainty with respect to the scope of the securities placement service as governed by MiFID. Indeed, the national frameworks that allow them to offer company securities to investors without having investment firm status do not comply with MiFID provisions insofar as these provisions govern the service of securities placement defined as an investment service that may be provided only by investment firms authorised for that purpose and complying with the applicable regulatory framework.

On the other hand, there are also arguments against imposing on crowdfunding harmonised rules at European level. Indeed, crowdfunding has developed in a few Member States essentially as a local financing alternative and it could be counterproductive to impose harmonised rules at European level since it could create inappropriate constraints and would not take sufficiently into account the local needs to which crowdfunding may respond.

Consequently, AMAFI believes that it would be desirable to have a general and flexible framework at European level designed to secure the legal basis of the crowdfunding activity wherever it is carried out throughout the EU, for as long as the more specific terms and conditions under which such activity is conducted in a given Member State are left to the determination of such Member State.

▪ **Developing venture capital**

Venture capital is a critical asset class for growth in Europe. Financing for start-ups is crucial: too often, young companies with global ambitions struggle to find the capital they need in Europe, which slows their development or forces them to look for funds elsewhere by shifting their centre of gravity outside the EU. In this perspective, tax aspects are vitally important here.

2. Making it easier for companies to enter and raise capital on public markets

Are there additional actions that can contribute to making it easier for companies to enter and raise capital on public markets? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.

▪ Prospectus regulation

AMAFI is paying close attention and supports the Commission initiative regarding the new Prospectus regulation. On several occasions, it has commented on the detailed provisions of this draft Regulation (*see in particular AMAFI's response to the EC consultation on the review of the Prospectus Directive, AMAFI / 15-27 of 11 May 2015*).

At this point in time, however, while the trilogue is over but the Regulation has not yet been published, nor even been adopted definitively, it is impossible to express any sensible comment on the Level 1 Regulation.

As to the Level 2, the contents of which are even more unknown at this stage, it can only be stated that the expectation is high regarding in particular (i) the simplified disclosure regime for secondary issuances and (ii) the EU Growth prospectus. Indeed it is expected that the simplified/proportionate disclosure regimes that should result from the delegated acts to come on these two topics will achieve the objectives pursued. In the first case, AMAFI believes it is important to facilitate the raising of new capital by issuers whose securities are already admitted to trading on a regulated market (or an SME growth market) since the investors already benefit in that case from ongoing disclosures. In the second case, it is important to encourage and facilitate the use of capital market financing by SMEs.

AMAFI will of course remain closely involved in the process and comment in due course on the proposals that will be made at Level 2.

▪ MAR – Market Soundings

AMAFI has concerns on the outcome of MAR provisions regarding market soundings. If we fully support the goal of providing a European regulatory framework for such practises, mainly where insider information may be involved, it appears however that the definition of market soundings provided by MAR is very wide and may cover several practises where in fact there is never insider information. It results in very burdensome exchanges of formal communications and documents between issuers, investment firms and investors that are detrimental to the success of such operations.

In addition, AMAFI wishes to highlight that it could become more and more difficult for market participants to make investors agree to be tested within market soundings procedure because of legal and regulatory risks they fear to bear. Yet, market soundings are essential to adjust the parameters of financial operations in order to ensure that the placement is successful if it goes ahead, thereby avoiding the risk of failure for the issuer or seller of the securities. At the end, it is the cost of capital of companies raising funds on the market which is at stake.

Therefore, AMAFI would like to suggest that an impact study be planned to assess the efficiency of MAR new market soundings measures on a European level. Probably it could lead to identify adjustments needed in the Regulation to stick to the original purpose that is providing safeguards for the execution of primary and secondary placements, with respect to market integrity, especially regarding coordination between participants when inside information is disclosed.

- **Providing liquidity on the market is an important challenge**

3. Investing for long term, infrastructures and sustainable investment

Are there additional actions that can contribute to fostering long-term, infrastructure and sustainable investment? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.

- **Supporting the EC's proposal on ACE - Allowance for Corporate Equity**

As stated in its general observations, AMAFI considers that there is a urgent need for **giving equity financing the absolute priority**, even whether this issue can be difficult to treat at European level as it touches on tax aspects involving both corporate taxation (reverse the preferred treatment of debt over equity) and individual taxation (establish the principle that shares enjoy more advantageous tax treatment than any other investment).

As the EC's proposal on ACE (Allowance for Corporate Equity) shows it, it is possible to take some useful initiatives. In most jurisdictions today, companies' financing choices are influenced by taxation, which tends to favour financing through debt rather than equity, as already noted in a number of studies by the Commission. This is why, in an environment where corporate funding is becoming more scarce and is increasingly dependent on companies' ability to raise capital, lowering the additional tax cost of capital relative to borrowing has become a key issue. Furthermore, in the opinion of both the IMF and the European Commission, this fiscal bias on corporate finance constitutes a systemic risk that should be reduced precisely by adopting mechanisms that discourage the excessive use of leverage. In this regard, the Association approves of the Commission's initiatives in favour of a deduction against capital, as incorporated into the recently proposed directive on a common corporate tax basis^[1]. Under these proposals, a fraction of companies' cost of capital would be deductible for the purposes of determining of their taxable income, as with the Italian ACE experience.

^[1] Proposed directive COM (2016) 685 of 25 October 2016 – Article 11: Allowance for Growth and Investment – AGI

4. Fostering retail investment and innovation

Are there additional actions that can contribute to fostering retail investment? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.

- **Personal pensions**

AMAFI reiterates its full **support to the setting up of a European pension fund scheme**, in addition to existing schemes, with a clause ensuring that retirement products are entitled to coverage by the most advantageous locally available tax treatment. This would address the threefold need to provide a common framework for mobile Europeans, promote pension funds where these schemes are underdeveloped, and facilitate long-term financing, particularly equity financing.

- **Retail investor**

Costs and burdens for providing investment services have dramatically increased in the course of the new regulations. They have become such that they may seriously constitute a barrier to sell products to retail investor. AMAFI is particularly worried to see that simple products as shares and bonds – which are crucial for the financing of the real economy – are more and more submitted to stricter rules: for example the possibility to apply the full MiFID II Governance products rules to shares and bonds would be detrimental. Thus, considering different type of products, a reflection on the necessary arbitrage between the need of an increasing protection of retail investors and their capacity to invest in the economy and to participate in its development has to be conducted.

- **PRIPs**

AMAFI wishes to **stress out how big is the challenge for the implementation of PRIPs**. Because of a very tight and yet uncertain timeline, final texts are still expected, less than one year until the Regulation applies. A lot of questions about scope, definitions and several provisions of the text remain unclear. Surely the objective of PRIPs is ambitious: covering all investment products despite their differences and providing a one and single template for information of retail investors is appealing but at the end it turns out that it is a very difficult one to reach. PRIPs manufacturers have high concerns about legal and regulatory uncertainty and their capacity to implement requirements in line with regulators expectations (still unknown) for 1st January 2018.

5. Strengthening banking capacity to support the wider economy

Are there additional actions that can contribute to strengthening banking capacity to support the wider economy? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.

- **Securitisation:**

The STS proposals submitted by the Commission in September 2015, together with revisions to the CRR prudential treatment of securitisation for E-U banks, aimed at defining sound principles to foster a revival of the market; this would help bank grow their lending to the economy by diversifying funding sources and transferring risk exposures.

The proposals have become a long collection of complex rules, adding numerous constraints on transactions and parties to the market, not only to obtain STS eligibility but also more widely on the whole market. Some of these constraints, such as very tight limitations on authorized investors, could severely reduce the market. The addition of all constraints clearly threatens the very existence of the market. And to cap it all, the proposed “benefits” are inexistent so far: capital necessary to hold securitisation positions will increase for banks compared to the existing situation, and any reductions for insurers (which have almost completely disappeared from the market since Solvency 2) have not yet been defined.

Unfortunately the proposed regulations are proving to be a missed opportunity: securitisation will become, even more than it already is, a financing tool so constrained by regulation as to render it widely unusable. One of the ironies of the STS proposals is that the only areas of the market currently enjoying strong activity or interest (balance sheet synthetic structures used by banks to transfer risks, structures to transfer portfolios of non-performing loans, for example in Italy) have been excluded from STS eligibility, proving that investor interest is not defined by STS rules.

At this late stage in the legislative process (trilogue under way since January), our recommendation to the co-legislators can only be to exercise maximum possible restraint in the creation of new rules in order to minimize the damage that will be done to the market. It would also be useful to mandate E-U regulatory entities (EBA, ESMA...) to assess and possibly amend the new rules where they prove not to work properly.