



**MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE
DES FINANCES
ET DE LA RELANCE**

*Liberté
Égalité
Fraternité*

L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX – BILAN DE LA PFUE

Armel Castets

Chef du bureau Epargne et Marché financier

22 JUIN 2022

1. Calendrier et objectifs du bureau sous PFUE

Le rôle de la France et les sujets financiers clef pour le bureau sous PFUE

➤ **Présidence de l'UE : un double rôle de moteur et de médiateur**

- Du 1^{er} janvier 2022 au 30 juin 2022, la France exerce pour six mois la **présidence du Conseil de l'Union Européenne**.
- A ce titre, la France doit **suivre l'agenda législatif européen et faire émerger des compromis** susceptibles d'emporter l'adhésion de l'ensemble des Etats membres.
- La présidence française est également l'occasion d'inscrire à l'agenda certaines de nos priorités.

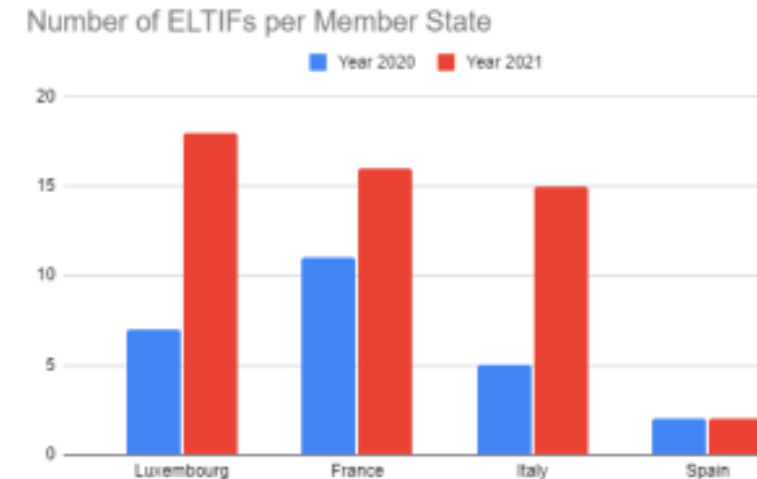
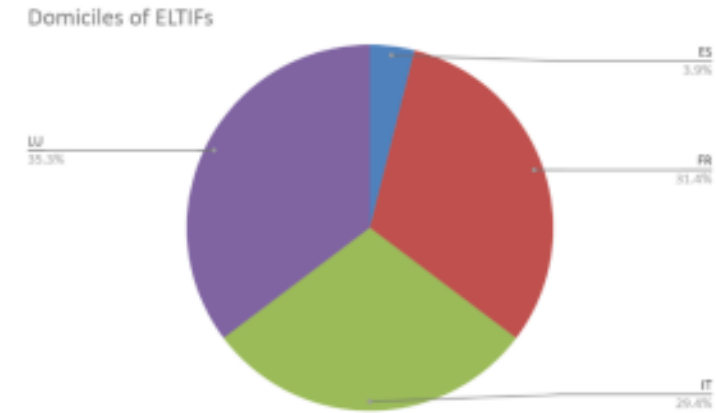
➤ **Les grandes priorités pour le bureau sous PFUE**

- Accroître l'intégration financière européenne grâce à l'**Union des Marchés de Capitaux (UMC)**
 - ELTIF
 - AIFM
 - MiFIR
 - ESAP
- **Trilogue sur le règlement MICA**

2. Les initiatives européennes pour relancer l'Union des Marchés de Capitaux

ELTIF : favoriser la mobilisation de l'épargne en faveur du financement de l'économie européenne par des fonds d'investissement de long terme plus attractifs

- **ELTIF : le seul fonds d'investissement dédié aux classes d'actifs non liquides commercialisable dans toute l'Union Européenne, y compris aux épargnants**
- Le cadre réglementaire actuel n'a pas conduit au lancement d'un nombre significatif d'ELTIFs
- Un échec s'expliquant par un **cadre trop contraignant**, en particulier concernant la souscription des épargnants, et par une **trop grande rigidité des règles d'investissement**



Source : Impact assessment report, Commission novembre 2021

<p>La France défend une revue ambitieuse du règlement ELTIF pour en faire un levier important de mobilisation de l'épargne sur le financement long terme</p>	<p>L'accord obtenu au Conseil (24 mai) reprend l'immense majorité des propositions françaises et préserve les grandes orientations du texte de la Commission</p>
<p>Réduire les barrières à l'investissement des investisseurs non-professionnels dans ces fonds</p>	<p>Suppression du ticket d'entrée à 10 000€, et du plafond d'investissement de 10% du portefeuille d'instruments financiers Obligation de conduire un suitability assessment quel que soit le canal de distribution</p>
<p>Créer des dispositifs permettant de placer une partie de son épargne dans ces véhicules sans qu'elle ne soit bloquée sur très longue période.</p>	<p>Ouverture de la possibilité de développer une bourse d'échange des parts Réduction à 60% du minimum d'investissement dans des actifs illiquides</p>
<p>Rendre ces véhicules plus attractifs en élargissant les stratégies d'investissement et les classes d'actifs éligibles.</p>	<p>Clarification des actifs réels éligibles avec la possibilité d'investir dans des actifs immobiliers ; Elargissement très significatif de la gamme de fonds d'investissement dans lesquels les ELTIFs peuvent investir (OPCVM et ELTIF sans plafond, FIA de l'UE dans la limite de 40 % de l'actif) Eligibilité des PME cotées, jusqu'à 1Md € de capitalisation</p>

AIFM : Réduire les risques financiers liés à la gestion d'actifs et les opportunités d'arbitrage réglementaire entre juridictions

- Une directive positivement appréciée par l'ensemble des parties prenantes et ne nécessitant dès lors que des ajustements ciblés
- La proposition législative n'ouvrirait dès lors qu'un nombre réduit de sujets :
 - Le dispositif de **gestion et de supervision des risques** associés à la gestion de fonds d'investissement (reporting, outils de gestion de liquidité)
 - Les règles encadrant la pratique de la **délégation à un tiers** (alignement d'OPCVMD sur AIFMD ; mécanisme de notification de l'ESMA)
 - La création d'un cadre européen harmonisé pour les **fonds qui octroient des prêts**
 - La possibilité pour les fonds d'investissement de se procurer des **services de dépositaires** dans d'autres juridictions, sous certaines conditions
- L'accord obtenu au Conseil (17 juin) renforce certaines exigences et permet d'atteindre les objectifs français pour cette revue :
 - Sécurisation du modèle français qui permet aux sociétés de gestion de commercialiser à des tiers des **activités accessoires** qui se situent dans le prolongement de la gestion des fonds
 - Insertion de **règles additionnelles dans le cadre européen relatif aux fonds qui prêtent** afin de traiter les risques pour la stabilité financière et de rapprocher la directive du droit français (plafond sur le levier, régime spécifique pour les fonds ouverts...)
 - Obligations nouvelles de prévoir l'activation d'au moins **deux outils de gestion de la liquidité**, dans le sillage des travaux AMF en cours au niveau français
 - Limitation aux petites juridictions de la possibilité, après une évaluation au cas par cas, de se procurer des **services de dépositaires** dans un autre Etat membre
 - Création d'un *reporting* sur la **délégation**

MiFIR : accroître la transparence et l'intégration des marchés d'instruments financiers européens en créant un système d'agrégation en temps réel des données de marché

- **MiFIR : une transparence des marchés d'instruments financiers encore insuffisante doublée d'une importante fragmentation des lieux d'exécution**
 - Objectif MIF 1 : renforcer la **concurrence sur les marchés d'instruments financiers** ;
 - Objectif MIF 2 : renforcer la **transparence de ces marchés** ; objectif imparfaitement atteint du fait de nombreux différés de publication ou exemptions et d'une imparfaite consolidation des données de marché ;
 - Situation qui requiert la **mise en place d'un système consolidé de publication (*consolidated tape*)** pour chacune des principales classes d'actifs : actions, ETF, obligations, instruments dérivés compensés
- **Une révision réglementaire d'ampleur relativement limitée mais un réel défi politique en raison de la forte pression exercée par les opérateurs boursiers** (marchés réglementés) qui craignent une chute des revenus qu'ils tirent de la vente de l'accès aux données de marché ;
 - Objectif : mettre en place une *consolidated tape* européenne, i.e. un **système informatique agrégeant en temps réel les principales données de marché** sur les multiples plateformes d'exécution qui existent au sein de l'UE ;
 - L'objectif est d'avoir un consolidateur unique pour chaque classe d'actifs.
- La Commission européenne a aussi proposé **l'interdiction du paiement pour flux d'ordre (PFOF)**.

MiFIR : accroître la transparence et l'intégration des marchés d'instruments financiers européens en créant un système d'agrégation en temps réel des données de marché

- **La France soutient la mise en place d'une *consolidated tape ambitieuse***, notamment pour les actions et les obligations ;
 - Objectif de consolidation des données
 - Objectif de démocratisation de l'accès à la donnée
- **La France porte par ailleurs une attention particulière à l'équilibre entre renforcement de la transparence et maintien d'un écosystème d'exécution d'ordres dynamique et concurrentiel accessible aux investisseurs au sein de l'UE.**
 - Contexte créé par la WMR au Royaume-Uni
 - Débat persistant sur les risques pour la formation des prix vs compétition entre les places d'exécution
- **Le Conseil n'est pas parvenu à trouver un accord sous PFUE:**
 - **La Présidence française a mis sur la table deux compromis globaux successivement :**
 - **1^{er} compromis:** Encadrement du PFOF et création d'une CT actions couvrant les données *pre-trade* correspondant au premier niveau du carnet d'ordre ;
 - **2^e compromis :** Interdiction du PFOF et création d'une CT actions, avec soumissions des données *pre-trade* correspondant au premier niveau du carnet d'ordre sur une base volontaire.
 - **Réticence des places boursières face à la mise en place d'un CT ambitieuse qui pourrait concurrencer leur activité de vente de données.** A ce titre, la Commission a prévu un mécanisme de rémunération des contributeurs de la CT, à ce stade uniquement tourné vers les marchés réglementés et en particulier ceux des plus petits Etats membres.

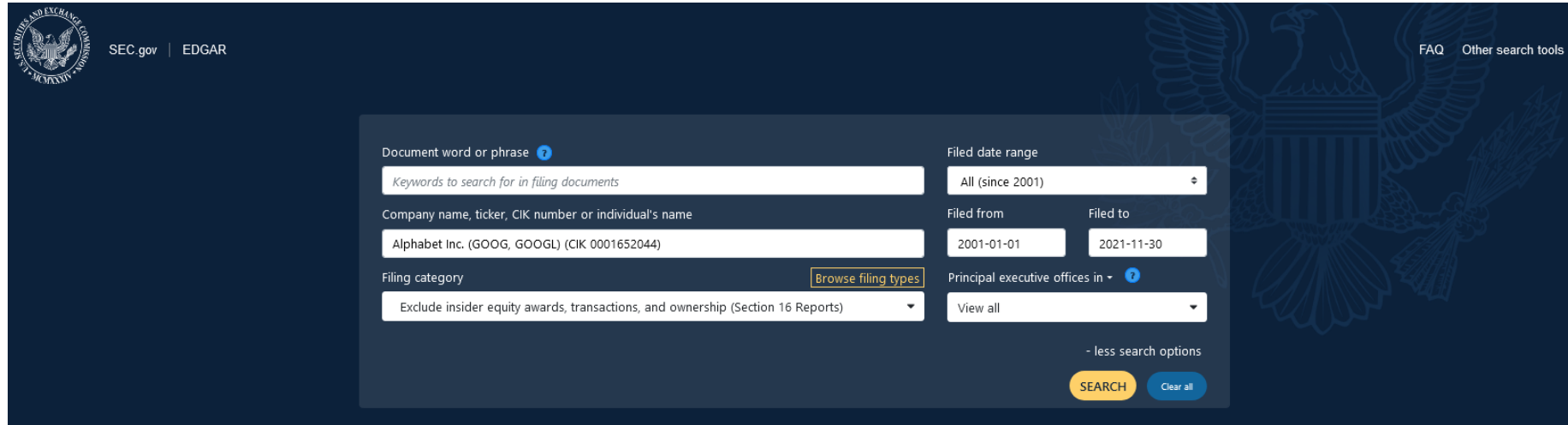


ESAP : créer un point d'accès unique pour les données financières et extra-financières des entreprises européennes

- **ESAP : un enjeu de transparence, d'attractivité et de souveraineté**
 - **Plateforme électronique européenne centralisant les informations financières et extra-financières** publiées par les sociétés cotées et les PME non cotées.
 - **Projet important de la feuille de route UMC** : 1) améliorer la visibilité des sociétés européennes auprès des investisseurs étrangers, 2) valoriser les PME et les sociétés vertueuses en matière ESG et 3) favoriser l'intégration des marchés de capitaux européens.
 - **Offre alternative aux fournisseurs de données non européens**, notamment américains, en matière d'accès aux données financières et extra-financières.
- **Un texte significativement remanié par rapport à la proposition législative**
 - **Mise en œuvre graduelle avec un amorçage prévu en 2026** avec les informations du périmètre émetteurs pour élargir progressivement le périmètre jusqu'en 2030
 - **Mise à contribution des plus gros utilisateurs de la plateforme** pour éviter les effets d'aubaine et éviter de donner un avantage aux fournisseurs de données privés
 - **Contribution accrue du budget européen** en raison du caractère stratégique du projet


ESAP : créer un point d'accès unique pour les données financières et extra-financières des entreprises européennes

L'exemple américain : la base EDGAR de la *Securities and Exchange Commission* (SEC)



Refine search results by:

- Entity
- Form
- Principal executive offices located in

Click headings to show top filters.
Document counts shown in 

230 search results

Show Columns

- Filed
- Reporting for
- CIK
- Located
- Incorporated
- File number
- Film number

Form & File	Filed	Reporting for	Filing entity/person
10-Q (Quarterly report)	2021-10-27	2021-09-30	Alphabet Inc. (GOOG, GOOGL)
8-K (Current report)	2021-10-26	2021-10-26	Alphabet Inc. (GOOG, GOOGL)
10-Q (Quarterly report)	2021-07-28	2021-06-30	Alphabet Inc. (GOOG, GOOGL)
8-K (Current report)	2021-07-27	2021-07-27	Alphabet Inc. (GOOG, GOOGL)
8-K (Current report)	2021-07-08	2021-07-07	Alphabet Inc. (GOOG, GOOGL)
8-K (Current report)	2021-06-04	2021-06-02	Alphabet Inc. (GOOG, GOOGL)

MiCA : réguler les crypto actifs pour favoriser l'innovation et protéger les investisseurs

➤ Une régulation harmonisée des cryptoactifs en Europe

- La Commission européenne a formulé en septembre 2020 une proposition législative pour réglementer les crypto-actifs (« regulation on Markets in Crypto-Assets » - MiCA).
- MiCA vise à établir un cadre réglementaire européen harmonisé en matière de crypto-actifs, qui concerne à la fois les émetteurs et les prestataires de services sur crypto-actifs (crypto-asset service provider - CASP).
- Il s'agit d'un des premiers cadres réglementaires des actifs numériques au monde qui contribuerait à établir un point de référence pour les discussions internationales et les cadres réglementaires en préparation dans les autres juridictions.
- Les trilogues avec le Parlement européen ont débuté fin mars, avec pour objectif de parvenir à un accord d'ici la fin de la PFUE.

➤ Comblent des vides juridiques présents dans de nombreux Etats membres pour mieux encadrer le développement des crypto-actifs

- MiCA définit trois catégories de crypto-actifs : (i) les asset-reference tokens (stablecoin assis sur plusieurs devises / actifs), (ii) les e-money tokens (stablecoin assis sur une seule devise), (iii) les autres crypto-actifs comme catégorie balai.
- pour chaque catégorie, MiCA prévoit : (i) les règles d'émission, (ii) les modalités de supervision, (iii) les exigences de fonds propres de l'émetteur, (iv) des exigences pour les distributeurs de ce type d'actif, (v) les modalités de constitution et d'accès à la réserve pour les *stablecoins*, et (vi) les règles professionnelles s'appliquant à ce type d'acteur.
- MiCA permettra d'assurer la protection du consommateur avec un droit de créance à tout moment et sans frais (garanti par des réserves) et une obligation d'information.

MiCA : réguler les crypto actifs pour favoriser l'innovation et protéger les investisseurs

Un ensemble de points encore en discussion :

- Les dispositions relatives à la soutenabilité environnementale
- L'architecture de supervision : notamment la supervision des CASP de taille critique
- La soumission des NFT aux dispositions du règlement MICA
- Les dispositions relatives à la localisation (effet des listes du GAFI et sur la coopération fiscales)

La présidence française a notamment été vigilante :

- A l'inclusion de dispositions relatives aux abus de marché
- A l'inclusion de dispositions pour prévenir le détournement du régime de la reverse sollicitation

Conclusion : quelques leçons de 6 mois de présidence

Les travaux sous présidence tchèque :

- Priorités aux trilogues ELTIF et AIFMD
- Incertitude sur la capacité du Parlement européen à définir une position rapidement sur ESAP
- Besoin de poursuivre les travaux sur MIFIR pour prévenir la constitution d'une minorité de blocage

Quelques leçons :

- **Les positionnements traditionnels sur les grands sujets de structure de marché évoluent à la suite du Brexit.**
- **Sur la structure de marché et plus largement UMC** : besoin de réfléchir à la façon de concevoir la norme quand notre compétiteur britannique est désormais hors du marché commun et... du *single rule book*! Un équilibre à trouver pour ne pas devenir *rule-taker* tout en maintenant la compétitivité des marchés européens.
- **Sur les études/diagnostics qui informent la négociation** : l'absence de diagnostics partagés rendent les discussions au conseil particulièrement ardues (cf. formation des prix, PFOF).
- **Sur les questions liées aux coûts et l'accessibilité des données de marché (ESAP, MIFIR)**: ces discussions provoquent des positions antagonistes entre les acteurs de marché ; la Commission a des vues peu formalisées sur les grands objectifs à terme sur ces questions.