

## Cinq ans de législation européenne sur les marchés financiers : réalisations et défis

L'atelier est introduit par Pervenche Berès, qui rappelle le caractère exceptionnel de cette mandature, du fait des impacts multiples de la crise de la Covid-19, des secousses de la crise bancaire américaine de 2023, du déclenchement de la Guerre en Ukraine et, plus récemment, de l'intensification du conflit israélo-palestinien.

### Pervenche Berès

SYC, vous avez été rapportrice fictive sur un texte qui visait à favoriser l'attrait de l'Union des marchés de capitaux (UMC), en particulier pour permettre aux PME et aux investisseurs de détails de s'y retrouver dans ce concept dont on peut penser qu'il a été initialement lancé pour les grands professionnels. Est-ce que vous pouvez nous dire quelle était votre vision au moment où vous avez commencé les travaux sur ce texte et quels sont aujourd'hui les leviers importants pour faire avancer cette UMC ?

### Stéphanie Yon-Courtin

Il y a un vrai besoin d'avancer dans l'UMC afin de renforcer le marché intérieur, car sans véritable circulation des capitaux, le marché intérieur ne pourra pas être complet. Or, nos marchés sont encore très fragmentés. La culture de l'épargne, et non celle de l'investissement, prime en Europe. Cependant, au regard des nombreuses crises et des enjeux soulevés, il devrait y avoir un momentum à saisir. Tout d'abord la stratégie d'investissement de détail doit apporter des solutions de court terme en améliorant l'expérience du consommateur quand il veut investir, et en renforçant sa protection - c'est l'objet de l'encadrement des « fin-influenceurs ». Un pas de plus sera fait dans l'UMC, tout en évitant de rajouter des couches supplémentaires au millefeuille réglementaire.

Autre point important, il faut que ces investissements puissent être utilisés dans le cadre de la transition écologique et environnementale que nous devons mener et pour laquelle il y a de grands besoins d'investissements.

PB : PT, vous avez été rapporteur sur la titrisation, quel est votre bilan sur ce sujet, particulièrement important pour la place de Paris ? Et quelle est l'importance de la titrisation dans l'UMC ?

### Paul Tang

L'Europe est confrontée à un défi majeur nécessitant des investissements accrus dans la défense, les soins de santé, la durabilité et la communication numérique. Mais, la productivité européenne est en retard par rapport à celle des États-Unis, en partie en raison d'investissements insuffisants. L'accent est mis sur l'importance d'un cadre de gouvernance économique solide pour stimuler à la fois les investissements publics et privés. La création d'une union des marchés de capitaux est considérée comme cruciale pour encourager l'investissement privé et le partage des risques, en dépit des incertitudes existantes. La titrisation, notamment dans la finance verte, est

envisagée comme une solution prometteuse pour transférer les risques du secteur bancaire vers d'autres acteurs. Cependant, des obstacles persistent, notamment en matière de réglementation et de coûts élevés, soulignant la nécessité de réduire et d'harmoniser les frais pour stimuler les marchés de capitaux au sein de l'Union européenne.

Le débat se concentre également sur la nécessité d'une régulation efficace des marchés de capitaux pour assurer leur bon fonctionnement. Des inquiétudes sont exprimées concernant les différences de frais entre les gestionnaires de fonds dans différents pays européens, mettant en lumière le problème de l'asymétrie d'information entre les gestionnaires de fonds et les investisseurs. Malgré les efforts visant à introduire des mesures de réduction des coûts, les politiques actuelles restent insuffisantes pour réguler efficacement les marchés de capitaux et réduire les frais.

En conclusion, la nécessité de réduire les coûts et d'améliorer la réglementation est cruciale pour favoriser le développement des marchés de capitaux en Europe, dans le but de stimuler les investissements et de partager les risques de manière efficace.

PB : DH, vous êtes à la fin de votre 3e mandat, quelle est votre vision d'ensemble sur cette question de l'UMC ? Par ailleurs, vous avez été rapportrice d'un texte très important MiFID, j'aimerais vous entendre notamment sur la question de la consolidated tape et du payment for order flow.

## Danuta Hubner

Les défis majeurs auxquels l'Europe est confrontée nécessitent des économies européennes solides et des députés européens engagés. La mise en place d'une UMC s'avère cruciale pour répondre aux besoins considérables en investissements. Il est impératif d'accroître la taille du marché européen des capitaux afin de renforcer sa compétitivité par rapport à d'autres économies mondiales, notamment les États-Unis. Cette volonté de développer l'UMC vise également à attirer les investissements étrangers et à rendre le marché européen plus attractif pour ces flux externes.

La fragmentation du marché européen des capitaux est identifiée comme un problème majeur, entraînant des risques de liquidité, des risques d'exécution des transactions et une augmentation des coûts de fonctionnement. Pour pallier ces défis, des initiatives législatives telles que le Market in Financial Instruments Regulation (MiFIR) sont mises en œuvre, visant à harmoniser les règles et à simplifier les procédures afin de rendre les marchés plus efficaces et transparents. La mise en place d'une consolidated tape pour tous, bien que controversée, est considérée comme un pas dans la bonne direction pour améliorer la transparence du marché de la donnée.

Le processus législatif européen, bien que complexe, montre une volonté d'adaptation et de progrès vers une réglementation plus efficace et harmonisée des marchés financiers. Malgré les compromis, des avancées significatives ont été réalisées pour renforcer l'UMC et simplifier les règles entourant les activités financières. Cependant, il reste des défis à relever et une attention continue est nécessaire pour garantir que les marchés financiers européens restent concurrentiels et résilients dans un environnement mondial en constante évolution.

Les négociations actuelles sur la révision d'EMIR (Règlement sur les infrastructures de marché européennes) reflètent une nécessité d'adaptation aux évolutions du marché. Avec l'expansion des CCPs (contreparties centrales

ou chambres de compensation) à travers différentes juridictions et les défis posés par le Brexit, ainsi que les crises telles que la pandémie et les crises énergétiques, le paysage financier a considérablement évolué, nécessitant une révision du cadre réglementaire pour assurer la stabilité du marché. Les négociations politiques ont été complexes, non seulement au sein du Parlement où chaque groupe politique a dû faire des compromis pour parvenir à un accord, mais aussi au sein du Conseil et entre les deux institutions. Deux questions ont été particulièrement épineuses : la question des "active account" et le principe de libre marché. Certains ont plaidé en faveur de la stabilité financière en soutenant la mise en place d'active account, tandis que d'autres ont défendu le principe de libre choix des participants au marché. La supervision des CCPs a été un sujet de débat important. Bien que l'ESMA (Autorité européenne des marchés financiers) ait désormais une supervision directe des CCPs, il reste des défis à surmonter pour parvenir à une supervision efficace au niveau européen.

Enfin, des ambitions visant à renforcer la supervision européenne ont été exprimées, notamment en ce qui concerne la mise en place d'un système d'opt-in pour la supervision unique des entités présentant une activité transfrontalière significative. Cependant, ces ambitions se heurtent souvent aux intérêts nationaux, illustrant les défis persistants dans la construction d'un marché financier européen unifié.

PB : Merci d'avoir mentionné cette hypothèse de l'opt-in qui fait l'objet d'une certaine actualité dans le débat en France. Aurore Lalucq, vous avez également été fortement engagés comme rapportrice fictive dans cette discussion sur EMIR, quelle est votre analyse sur ce sujet mais également votre réflexion générale autour des infrastructures de marché et l'UMC.

## Aurore Lalucq

Au Parlement européen, j'ai ma propre perspective sur plusieurs questions législatives et politiques. Je constate que l'intérêt pour l'UMC et les conséquences de la crise de 2008 se sont estompés, tandis que les préoccupations concernant la durabilité financière et la technologie blockchain ont pris de l'ampleur. Par ailleurs, je ne pense pas qu'il soit toujours nécessaire d'avoir une étude d'impact pour chaque législation, les décisions politiques devraient également s'appuyer sur la confiance des électeurs et la prise de risques. En outre, il est aussi important de maintenir une certaine cohérence dans les discussions sur l'UMC, ce qui implique de parfois relever les incohérences entre les paroles et les actions, notamment en ce qui concerne EMIR.

Sur ce dossier, la décision politique me semble décevante car elle ne permet pas un rapatriement post-Brexit du clearing. Je rappelle qu'une proposition raisonnable, pleine d'équilibre, avait été avancée par la Commission, mais elle n'a pas été pleinement soutenue au Parlement européen, ce qui a conduit à un compromis final insatisfaisant, en particulier du fait de la position de la France.

Les socio-démocrates prévoient de voter en faveur du texte, principalement parce que ce sera le meilleur moyen d'ouvrir à nouveau le dossier prochainement. Il y a donc, chez certains, une vraie déception quant à l'issue de ces délibérations. Espérons qu'aucun problème d'instabilité financière n'émergera. Je souligne l'importance des actions concrètes au-delà des discours sur l'UMC.

PB : Sur les enjeux de supervisions, on peut aussi trouver un autre équilibre en termes de dynamique des pays quant au pouvoir à attribuer à l'ESMA plutôt qu'aux autorités nationales. Paul Durand, quel est votre bilan à la fois sur le reporting extra-financier et sur le devoir de vigilance ?

## Pascal Durand

En tant que juriste, je souhaite apporter une lueur d'optimisme quant au rôle du droit dans notre société, et donc au rôle des colégislateurs. Il est essentiel de reconnaître que le droit a pour vocation d'encadrer les évolutions sociales, plutôt que de les définir de manière prédéterminée. En ce sens, il constitue un outil indispensable pour accompagner les changements.

Malgré la complexité des enjeux techniques liés à l'évolution des marchés financiers, il est crucial de fournir un cadre juridique adapté pour réguler ces transformations. Cependant, il est important de reconnaître que les juristes et législateurs ne peuvent pas, à eux seuls, garantir l'efficacité de l'application des règles. Ils contribuent à établir le cadre, mais d'autres acteurs interviennent pour assurer son application effective.

Je reste optimiste quant à l'avenir, car l'économie du XXI<sup>e</sup> siècle ne saurait être identique à celle des siècles précédents. Il est naturel que notre législation évolue pour refléter ces changements. Nous devons prendre en compte les réalités objectives de notre époque, notamment en matière de durabilité financière.

L'utilisation du terme "durabilité" au lieu d' "extra-financier" témoigne déjà d'une évolution sémantique importante, soulignant la nécessité de prendre en compte les enjeux environnementaux et sociaux dans les décisions économiques. Cette approche, que je soutiens en tant qu'ancien membre du groupe des Verts, cherche à concilier les impératifs économiques avec la préservation de l'environnement et du bien-être social. Il est possible de trouver un équilibre entre la rentabilité financière des entreprises et leur engagement à long terme envers la durabilité. Les deux aspects sont essentiels pour assurer la viabilité des entreprises dans un monde en constante évolution. Une entreprise qui ne génère pas de profit ne peut perdurer, tout comme une entreprise qui néglige son impact environnemental et social.

Tout au long de ma carrière, j'ai observé l'évolution des équipes dédiés au développement durable au cours des dernières décennies. Au départ, leur importance était minime, avec le temps, elles ont gagné en importance, notamment face à la puissance des directions financières. Cependant, il reste à concilier ces deux aspects au sein des entreprises.

La loi PACTE a tenté d'introduire des concepts tels que la société à mission, dans un contexte où les actionnaires continuent de rechercher avant tout des dividendes. Aux États-Unis, le débat sur la primauté de la durabilité sur la rentabilité des entreprises est en cours.

La notion de double matérialité revêt une importance cruciale. Elle implique de prendre en compte à la fois les risques externes et les actions internes des entreprises, notamment en matière de durabilité. Cela nécessite une redéfinition des objectifs de l'entreprise, intégrée dans un cadre juridique contraignant.

La Commission européenne s'est engagée dans cette voie en cherchant à établir des indicateurs de durabilité fiables et comparables à ceux utilisés en finance. Il est essentiel de créer un cadre contraignant pour obliger les entreprises à rendre compte de leurs actions et à respecter les normes internationales, notamment en matière de droits humains et environnementaux.

Le devoir de vigilance, qui consiste à contrôler le respect de ces normes, est en cours de développement au sein de l'Union européenne. Malgré quelques blocages politiques, je reste convaincu que cette mesure sera finalement décidée et mise en œuvre, même si cela peut nécessiter un déploiement progressif, en commençant par les plus grandes entreprises.

En conclusion, l'Union européenne joue un rôle central dans l'élaboration d'un nouveau paradigme associant droit et économie pour le XXI<sup>e</sup> siècle. Il est impératif de surmonter les obstacles politiques pour faire progresser ces initiatives vers une économie plus durable et responsable. Je suis optimiste quant à notre capacité à relever les défis économiques et environnementaux de notre époque grâce à une approche juridique adaptée et à une vision intégrée du développement durable.

PB : merci de ce plaidoyer en faveur de la double matérialité. Paul Tang, sur l'ensemble des travaux de cette mandature sur la finance durable, quel est votre appréciation ?

## Paul Tang

Dans le domaine de la finance durable, plusieurs éléments clés sont à prendre en compte, tels que la taxonomie, SFDR, CSRD et les notations ESG. Pourtant certains défis persistent par exemple à propos du nucléaire.

La nécessité de mettre en place une transition vers une économie durable est cruciale. Cela implique d'introduire des catégories de transition dans les cadres réglementaires existants, ainsi que des plans de transition et des voies à suivre claires. Le dialogue entre les acteurs publics et privés est essentiel pour surmonter les obstacles actuels y compris en termes d'accès aux financements nécessaires.

Il faut distinguer les activités qui peuvent changer structurellement et donc s'adapter à la mise en place d'une vraie politique de durabilité et celles qui ne le peuvent pas, du fait même de leur activité. Cette distinction nécessite une réflexion approfondie et un retour du consensus entre les parties prenantes. De plus, il est nécessaire d'aider les PME à accéder aux données et aux outils nécessaires pour se conformer aux exigences de reporting en matière de finance durable, afin de ne pas les désavantager par rapport aux grandes entreprises car sinon les exigences pèsent sur les européens et l'exploitation des données profitera aux entreprises américaines.

Enfin, une coopération accrue entre les acteurs européens et une meilleure coordination au niveau international sont nécessaires pour garantir le succès des initiatives de finance durable. Les bénéfices potentiels de ces efforts doivent être équitablement répartis entre les différents acteurs impliqués, afin de promouvoir un système financier véritablement durable et équitable.

## Aurore Lalucq

Cette mandature européenne a été marquée par une forte impulsion en faveur du Green Deal, avec une transformation rapide sur la question de la transition écologique. Cette évolution a bénéficié d'un consensus au sein de la Commission européenne, quand bien même elle a été dirigée par un membre de la droite allemande. Les avancées notables comprennent la mise en place de la taxonomie, les obligations vertes et une approche cohérente de la double matérialité malgré quelques pressions externes.

Cependant, des défis persistent, notamment en termes de dialogue et de coordination entre les acteurs impliqués. La régulation de la finance durable, bien qu'essentielle, a été confrontée à des contraintes temporelles et politiques. Malgré cela, des efforts considérables ont été déployés pour garantir une approche claire et référencée, et une exigence de transparence dans les différentes méthodologies. Cela se retrouve au sein du texte que j'ai porté, ESG Ratings, afin d'encadrer clairement l'activité des agences de notation extra-financière, en imposant une transparence des méthodologies et une approche individuelle du E, du S et du G, signifiant qu'il faut respecter un minimum de critères pour chacun des 3 aspects, et que l'on ne peut pas pondérer sans limite à l'aide de moyennes l'impact de l'entreprise ou du fonds évalués sur chacun des 3 domaines tout en laissant de côté la question des données.

Le processus législatif a été marqué par une course contre la montre pour adopter les textes dans les délais impartis, avec une volonté de préserver l'essentiel malgré les compromis nécessaires. Des efforts ont été faits pour protéger le marché européen en introduisant des critères de substance pour éviter les abus potentiels. L'ambition pour le prochain mandat reste élevée, avec un engagement continu en faveur de la finance durable. Cette ambition a été portée par une collaboration efficace entre les membres du Parlement européen, malgré les divergences initiales. Le souhait est de maintenir un cap ambitieux dans la promotion de pratiques financières durables, tout en assurant la protection et la compétitivité du marché européen.

PB : Il y-t-il un risque de recul au nom de la simplification de lutte contre la surréglementation ? Quelle priorité pour le prochain mandat ? Vous avez été très engagé lors de la négociation du Brexit. Où en est-on ?

## Danuta Hübner

Après l'adoption de cet important paquet législatif permettant de combler le fossé d'investissement, je suis convaincue qu'il est crucial de repenser notre approche législative. Nous devons passer d'une réglementation prescriptive à une législation fondée sur des principes, offrant ainsi une plus grande flexibilité aux autorités de supervision. La priorité absolue pour le prochain mandat est la création d'actifs européens sûrs, essentiels pour développer des marchés de capitaux matures. De plus, la relance de la titrisation, bien que précédemment négligée, est désormais cruciale. Concernant le Brexit, il est impératif de restaurer la confiance et d'explorer les avantages concurrentiels des différentes législations car personne n'a gagné et en termes de liquidité les gagnants aujourd'hui sont les Etats-Unis, ce dont il faut tirer des conclusions. Enfin, une convergence dans des domaines tels que la finance verte et les crypto-monnaies est nécessaire pour renforcer l'unité et la compétitivité européennes. Les Britanniques ont ajouté une référence à la compétitivité dans les objectifs de leurs superviseurs (BoE et FCA), l'UE doit regarder cela.

## Stéphanie Yon-Courtin

Dans le cadre des négociations relatives à la réglementation des services financiers, j'ai été particulièrement impliquée dans les discussions concernant la réglementation des services d'investissement et de conseil en investissement, notamment en ce qui concerne l'interdiction des rétrocessions. Bien que certains groupes politiques aient vigoureusement plaidé en faveur d'une interdiction totale, j'ai soutenu la nécessité de maintenir ouverte la possibilité de ce modèle pour garantir l'accès à l'investissement à tous les citoyens, en évitant ainsi une exclusivité réservée aux investisseurs fortunés. Les expériences des Pays-Bas et du Royaume-Uni, qui ont déjà interdit les rétrocessions, ont démontré que cette mesure n'était pas une solution universelle. Par ailleurs, j'ai

souligné l'importance de la concurrence dans les marchés financiers européens, en mettant en garde contre les risques d'une réglementation favorisant uniquement les produits financiers peu coûteux au détriment de ceux axés sur l'impact social ou environnemental. Enfin, j'ai appelé à une révision de la politique de la Commission européenne dans le but de renforcer l'autonomie stratégique de l'Union européenne sur les marchés financiers, en accordant une attention particulière à la qualité et à l'impact des investissements.

## Paul Tang

Je tiens tout d'abord à vous remercier pour l'organisation de cet événement. Je crois que le Parlement européen est toujours à son meilleur lorsque nous trouvons une coopération trans-partisane. Un exemple en est le dossier sur la lutte contre le blanchiment de capitaux, où le Parlement européen a été très efficace grâce à cette coopération.

En ce qui concerne les défis actuels de l'Europe, notamment en matière d'investissement et de développement des marchés de capitaux, je suis préoccupé par la tendance à réduire la charge administrative à Bruxelles. Je pense fondamentalement que ce n'est pas la bonne approche. Dans une économie « VUCA » volatile, incertaine, complexe et ambiguë, la collecte de données est essentielle pour naviguer efficacement. Plutôt que de considérer la collecte de données comme une contrainte, nous devrions la voir comme un moyen de renforcer la compétitivité et la résilience de l'Europe à long terme. Il est impératif de penser au-delà de 2030 et d'adopter une approche réaliste pour assurer la prospérité future de l'Europe. En outre, nous devons envisager de nouvelles approches législatives pour traiter des questions de biens communs, en impliquant davantage les partenariats public-privé et en adoptant une approche plus collaborative et prospective pour relever les défis à venir.

## Aurore Lalucq

Je tiens également à vous remercier de nous donner cette occasion de faire une rétrospective sur un mandat dont on voit qu'il a été traversé par de multiples sujets, ce qui souligne notre engagement actif sur divers fronts. Toutefois, je concède une tendance parfois excessive au dirigisme, une observation partagée par Paul. L'autonomie stratégique de l'Europe émerge comme une priorité cruciale, notamment dans un contexte géopolitique volatile. Malgré nos forces individuelles, les querelles internes affaiblissent notre position collective. Il est impératif de penser et d'agir en termes européens, en dépassant les intérêts nationaux pour relever les défis, notamment face aux États-Unis, à la Russie et aux géants technologiques. Cela doit transparaître dans tous les domaines, sur tous les dossiers (MiCA, TFR, EMIR, CMU, etc.). Dans cette optique, l'intégration du risque climatique dans la réglementation financière revêt une importance particulière, tout comme la nécessité d'une réglementation uniforme pour les cryptomonnaies. Je prône une approche plus équilibrée et inclusive, telle que suggérée par Christine Lagarde, en envisageant une révision globale des législations, à l'image de ce qui a été fait pour les transferts de fonds. Le prochain mandat s'annonce donc riche en défis à relever.

## Pascal Durand

La nécessité d'obtenir l'approbation de la société pour une loi, soulignée par Michel Rocard, résonne encore grandement dans la réflexion qui doit être la nôtre. Les législateurs négligent souvent cette dimension, cruciale pour l'acceptation et la mise en œuvre des politiques.

Il nous faut également réfléchir aux acteurs que nous voulons. Les agences de notation, bien que régies par des

normes européennes, sont majoritairement sous contrôle américain, limitant ainsi la diversité des visions économiques. La question des critères d'opportunité dans les notations ESG et financières demeure fondamentale, exigeant une intégration des spécificités européennes. La pédagogie joue un rôle clé dans la sensibilisation à la durabilité, des entreprises aux ONG, en passant par les écoles.

Malgré les résistances, j'aborde l'avenir avec un optimisme mesuré, convaincu que la concertation pacifique permettra de surmonter les blocages et de progresser vers un avenir durable.

PB : merci à vous cinq d'avoir accepté cet exercice. Même si l'on n'a pas beaucoup parlé d'Union bancaire ce matin, on a pu prendre la mesure de ce qui a été accompli au cours de ce mandat et se forger une idée de ce que pourrait être l'agenda de la prochaine, agenda sur lequel de nombreux travaux de l'AEFR peuvent servir de point d'appui comme le debate paper qui sera publié d'ici quelques jours sur l'enjeu du développement de l'activité des big techs dans les services financiers.