

Synthèse de la réunion du Groupe de travail Financement de l'économie

Réunion du 12 janvier 2016-

Quel rôle pour l'ESMA dans la mise en place de l'Union des marchés de capitaux?

Marie-France Baud

Intervenants :

- **Fabrice Demarigny, président de l'ECMI, European Capital Markets Institute**
- **Guillaume Eliet, secrétaire général adjoint, Autorité des marchés financiers**
- **Laurent Lascols, directeur Affaires publiques, Société Générale**

COMPTE RENDU

La mission clef des trois Autorités européennes de supervision est d'assurer la convergence. Depuis leur création, ABE, EIOPA, ESMA ont été des *game changers*. L'ESMA est-elle appelée à jouer un rôle plus important dans l'initiative Capital markets Union qui permettra d'unifier le fonctionnement de la finance dans l'ensemble des 28 en explorant les moyens de continuer à construire un marché des capitaux liquides pour permettre aux entreprises de diversifier leurs sources de financement et favoriser une meilleure allocation de l'épargne ? Le financement par le marché est déjà une réalité pour nombre d'entreprises, il n'est pas sans failles ni sans risques. Comment, dans un écosystème diversifié, développer la convergence et l'efficacité de sa supervision ? Le rapport des 5 Présidents de juin 2015 a évoqué la question du superviseur unique des marchés financiers. La Commission ne semble pas prête à avancer sur un changement dans l'architecture institutionnelle et il semble difficile de répliquer pour les marchés de capitaux financiers la démarche suivie dans le cadre de l'Union bancaire avec le transfert de la supervision prudentielle des principaux établissements de crédit au niveau de la BCE à travers le mécanisme de supervision unique. Pourtant, relève Nicolas Véron, Bruegel, devoir traiter avec différents régulateurs dans différents pays génèrent des répétitions injustifiées et contradictoires et, au final, des obstacles à une activité transfrontalière parfaitement intégrée.

Fabrice Demarigny se félicite que Confrontations Europe ait provoqué un débat sur cette question qui semble en effet un peu effacée dans les projets qui s'annoncent à Bruxelles. Il rappelle le contexte dans lequel se situe la réflexion sur cette question alors que s'ouvrent de grands chantiers pour mesurer la pertinence de certains concepts, dont les Autorités européennes, ABE, EIOPA, ESMA. Depuis leur création, voici cinq ans, un mouvement de plaques tectoniques important a été déclenché avec l'Union bancaire et le transfert de la compétence de la supervision bancaire pour la zone euro à la Banque centrale européenne. Et voilà que s'ouvre un projet neuf, l'Union des marchés de capitaux. La Commission a changé d'angle, souhaite ouvrir les marchés, élargir la palette des instruments de financement et enrichir ce qui se construit depuis 25ans avec l'idée

implicite qu'il faut créer une plus grande intégration, donner une dimension plus européenne aux marchés financiers sans que la question de leur supervision n'ait été posée par le commissaire Charlie McCreevy dans son plan d'action pour les services financiers. L'éclatement de la sphère financière et l'incapacité des régulateurs nationaux à agir, faute de moyens et de volonté, a conduit à un effort de re-régulation avec la paquet Barnier et une concentration brutale de la supervision bancaire. **A la question faut-il à nouveau ouvrir le champ des possibles pour le financement des entreprises, la réponse est oui**, même si le nom d'Union des marchés de capitaux n'est pas très heureux. « Union du financement des investissements » aurait été mieux compris par les citoyens, estime Fabrice Demarigny. En dépit de tous les efforts qui ont été menés pour l'harmoniser le financement par le marché, tels Mifid, les directives prospectus, abus de marché entre autres, seules les entreprises les plus importantes en bénéficient. Beaucoup d'efforts sont donc à déployer pour faciliter le financement de l'ensemble des entreprises. En outre, la masse de re-régulation a eu des effets indésirés, dont certains se révèlent négatifs pour l'investissement.

Il y a matière à agir. Faut-il faire à architecture de supervision égale alors que l'on va proposer un niveau d'intégration supérieur et un financement par les marchés ? Ce n'est pas la conviction de Fabrice. Car si la bataille de l'arbitrage règlementaire est gagnée avec la création du *rule book*, la vraie question est la mise en œuvre de ces règles par les autorités nationale. Et il faut bien dire qu'il n'y a pas d'incitations à converger, le risque est aujourd'hui l'arbitrage de supervision dont les premières victimes seront les investisseurs et, au bout du compte, la compétitivité des marchés de capitaux dans la compétition globale.

A très grands traits, quel est le bilan de l'ESMA? Dans le rapport qu'il a rédigé pour le Parlement européen, Fabrice Demarigny souligne que **la partie réglementaire, à savoir la production de la norme, offre un bilan positif et qu'un bon équilibre s'est installé entre institutionnels.** Le fait que les autorités votent à la majorité qualifiée offre une vraie différence et permet d'obtenir des résultats. On peut certes débattre du contenu des normes et des améliorations à lui apporter. Le bilan est également positif en ce qui concerne la compétence directe octroyée à ESMA sur les agences de notation. **Reste la cohérence de la supervision dans l'application par les autorités nationales de la norme commune mise au point par ESMA.** On ne peut que souligner les frustrations des citoyens européens car, si sur le papier, ces autorités jouissent de nombreux pouvoirs pour contraindre les autorités nationales à appliquer la norme, ces pouvoirs sont en réalité très peu utilisés.

Un régulateur unique des marchés ne semble pas à l'ordre du jour et personne ne demande la duplication de l'Union bancaire avec transfert de la supervision du national au supra national. Car la régulation des marchés consiste en une myriade de directives, qui s'enchevêtrent les unes dans les autres, et de compétences dans des domaines extrêmement différents, émetteurs, prestataires, gestion collective etc... Il est donc difficile d'identifier ce qui pourrait être transféré, au contraire de la régulation bancaire, où les compétences sont identifiables.

Fabrice Demarigny préconise plutôt de **procéder par « tests de subsidiarité »** : à chaque fois que la Commission fera des propositions et qu'arriveront dans l'agenda les révisions des directives existantes, programmées à l'avance, il paraît indispensable de demander que soit conduite une analyse très fine et de créer un débat sur la pertinence du système de supervision actuel par rapport au niveau d'intégration supérieur qu'entend proposer la Commission. Il s'agit de mesurer la qualité de la supervision face à un ensemble qui va s'intégrer plus. Une mixité peut s'organiser selon les domaines, selon les marchés, selon les acteurs. Par exemple, le marché obligataire est extrêmement standardisé en Europe, on pourrait très bien avoir un visa des émissions obligataires

délivré par ESMA, la supervision de l'information et des obligations d'informations par les émetteurs relevant du superviseur national. En cas d'enquête, il appartiendrait au régulateur national le plus proche de l'émetteur de la mener.

A quels obstacles se heurte l'ESMA en matière de convergence de supervision des autorités nationales ? Le premier tient aux moyens financiers : il faut repenser le financement des autorités et l'élargir au-delà des contributions des autorités nationales. Le second tient aux moyens juridiques : les Etats membres ont introduit une multitude d'obstacles. Un exemple : les pouvoirs de l'ESMA en cas de crise sont très détaillés dans le règlement mais elle ne peut les activer que si le Conseil déclare l'état d'urgence et de crise. Lors de la dernière crise financière, il n'a pas jugé bon de le faire ! La volonté politique de donner à l'ESMA les moyens d'agir manque. L'ESMA manque aussi de moyens institutionnels, il fallait donner à son président un statut administratif plus important. Enfin, les obstacles de gouvernance sont nombreux : dans l'instance Board of supervisors, les autorités nationales sont dotées d'un droit de vote alors que le président lui-même de l'autorité n'en dispose pas. Si bien que s'est organisée une sorte d'entente entre autorités nationales qui protègent leur marché, leurs intérêts, leurs compétences à ne pas aborder les sujets qui fâchent et à lisser les questions. Fabrice Demarigny cite l'exemple des « Peer Reviews », où les débats sont neutralisés avant d'arriver au Board of supervisors. Il préconise de passer à l'étape supérieure, l'« Independent review », qui arriverait directement au Board. Il avance également l'idée suivante pour une gouvernance plus forte : **le management Board, composé de membres désignés et de régulateurs exclusivement nationaux, pourrait passer à une forme de directoire où le président compterait à ses côtés deux à trois membres permanents, personnes de qualité avec la séniorité suffisante, non issues de la communauté des régulateurs, qui agiraient pour l'intérêt européen qui est la voix manquante.** Ils siègeraient au Board sans droit de vote sur la réglementation mais avec droit de vote quand ESMA délibérerait de questions de convergence. Cela ne fera pas la différence par rapport aux 28 autorités nationales autour de la table mais une voix européenne s'exprimerait sur l'intérêt du marché unique.

Autre proposition : des progrès opérationnels peuvent être faits, dont le plus patent consiste en la création au sein d'ESMA d'un point central de déclaration des transactions sur tous les marchés. Le fait d'avoir le même mode de déclaration serait un élément de convergence fort. Ceci ne nécessite pas de modification législative.

Au total, conclut Fabrice Demarigny, **il ne s'agit pas d'un plaidoyer pour un régulateur unique car il n'a pas de soutien politique et que l'on voit mal comment il se mettrait en place opérationnellement. Il suggère d'avancer directive par directive, chaque fois qu'elle est proposée ou révisée avec une vraie réflexion sur l'efficacité du système de supervision que l'on met en face de l'intégration supplémentaire proposée. C'est une approche qu'il qualifie de pointilliste, pragmatique, *bottom up*, plus à même de répondre à des réalités.**

Guillaume Eliet apporte la triple perspective du régulateur national ; sous l'angle de l'AMF en tant que membre de l'ESMA qui est la collectivité des régulateurs nationaux, sous celui du partenariat avec l'ESMA et de prolongateur sur le terrain de son travail, sous l'angle du pur régulateur qui s'interroge sur son positionnement dans la régulation financière maintenant qu'il a à ses côtés une autorité appelée à prendre une place importante.

Première perspective, **le regard porté par l'AMF est très positif sur le travail accompli ces dernières années par cette jeune autorité qui a été mise sous pression pour sortir dans des délais très contraints des textes de niveau II très techniques.** L'ESMA a été mise à rude épreuve, tout

comme l'AMF en tant que membre, qui participe à 50 groupes de travail permanents de l'ESMA et dont le quart de ses collaborateurs sont directement impliqués dans les travaux de l'ESMA. **Regard très positif aussi sur le tournant stratégique pris par ESMA de passer du *rule book* à la *supervisory convergence*. L'AMF l'appelle de ses vœux** car l'ESMA a un rôle à jouer vis-à-vis des cas pratiques qui se posent quotidiennement, et ce n'est pas facile. Ainsi les produits dérivés de gré à gré qui sont vendus aux particuliers et ont fait perdre des centaines de milliers d'euros aux épargnants français. Ils arrivent en France de façon très légale via le passeport européen, en provenance de pays moins disant sur le plan de la supervision.

En tant que membre, l'AMF se pose naturellement la **question des ressources**. La Commission ne souhaite plus financer les agences, on peut le comprendre et cela permettrait plus d'indépendance. Mais les autorités nationales ont du mal à imaginer comment contribuer davantage, ce d'autant qu'en termes de moyens, elles contribuent de façon considérable, comme tel est le cas de l'AMF. Est à la place de financer ? Il sera difficile de justifier une double ponction sur la place, à la fois pour l'autorité nationale et pour l'ESMA à moins d'une grande clarification du rôle de chacun.

En ce qui concerne **la gouvernance**, le Board a pris des décisions dont beaucoup étaient contre l'avis de l'AMF, tout n'est donc pas négatif, estime Guillaume Eliet, ne partageant pas l'appréciation de l'intervenant précédent. Cela dit, l'élément qui inquiète l'AMF en tant que membre et qui pourrait être favorisé par une forme de directoire et des personnalités indépendantes des autorités nationales, c'est le lien d'ESMA avec le terrain, indique-t-il. **La difficulté du dialogue est une fragilité de cette autorité**. Le rôle des autorités nationales en tant que membres d'ESMA est précisément d'offrir cette prise avec le terrain. Or la relation que la place entretient avec son régulateur national dans chacun des Etats ne se retrouve pas avec l'ESMA et le pouvoir de décision de l'ESMA pourrait être encore plus isolé du terrain. Le fait que les autorités nationales soient collectivement l'organe de décision assure ce lien nécessaire avec les places financières. Et comme globalement, **nous avons l'impression que le fonctionnement est plutôt satisfaisant, nous restons sur un statu quo, même si des évolutions sont possibles**, avance-t-il.

S'agissant du partenariat AMF ESMA, la question porte pour l'AMF de **la valeur ajoutée de l'ESMA** à la régulation financière européenne. Si **elle est indéniable en matière d'harmonisation**, il ne **semble pas utile de donner à l'autorité européenne le pouvoir de prendre les décisions quotidiennes que prennent les autorités nationales**. Ainsi les visas de prospectus, les 5000 décisions prises chaque année en matière de gestion d'OPCVM sont d'une certaine façon industrialisés au niveau national, et prises avec une connaissance intime du terrain, explique Guillaume Eliet. Les confier à l'ESMA créerait un encombrement considérable à son niveau et la détournerait de ses missions fondamentales. **Deuxième valeur ajoutée, la transformation pragmatique de la décision politique en règles qui fonctionnent sur le plan local en passant à travers la bureaucratie et en apportant suffisamment de flexibilité dans l'interprétation**. L'ESMA a un grand rôle à jouer et doit prendre son indépendance par rapport à la Commission. **La troisième valeur ajoutée se joue dans la mutualisation**, comme l'a évoqué Fabrice Demarigny. En effet, les autorités nationales n'ont pas les moyens de mettre en place les systèmes informatiques nécessaires pour recueillir les données demandées aux institutions financières. L'AMF a bien tenté de mettre en place avec d'autres autorités nationales un système commun dans le cadre des reportings rendus obligatoires par Mifid, mais c'est très difficile sur le plan politique, car la donnée c'est aussi le pouvoir. Il faut donner à l'ESMA un pouvoir net de créer au niveau des systèmes

unifiés en termes de surveillance des marchés pour détecter risques et manipulations, à moins d'en rester à une vision parcellaire.

Pour l'AMF, **la montée en puissance de l'ESMA est nécessaire, son rôle de médiateur avec le pouvoir politique est positif, sans pour autant que les régulateurs nationaux soient anéantis: l'ESMA transforme leur positionnement vers d'autres métiers.** Si en effet le régulateur national perd ses fondamentaux historiques, indépendance, pouvoir réglementaire, sanction, lui restent ces trois métiers décrits par Guillaume : le travail d'influence par l'apport d'expertise vis-à-vis des parties prenantes, le travail de pédagogie vis-à-vis de la place, crucial compte tenu de la densité des textes européens, la surveillance terrain dont les régulateurs nationaux sont au premier chef responsables pour faire remonter les risques et veiller à la transformation de la régulation, compte tenu de leur relation au terrain.

Laurent Lascols donne l'appréciation du praticien, en l'espèce une banque universelle. Sous la pression considérable des événements, du politique et des opinions publiques qui allaient dans le sens d'une meilleure régulation, l'Union bancaire a été très vite mise en place, après le système de supervision proposé par le rapport de Larosière. Si nous nous en réjouissons et saluons sa légitimité, insiste Laurent, **il n'en demeure pas moins que nous nous retrouvons avec une gouvernance compliquée**, indique-t-il : Sur le macro-prudentiel, nous avons le Conseil européen du risque systémique et en France le haut comité de stabilité financière, sur le micro-prudentiel l'Autorité bancaire européenne et maintenant le superviseur unique, sur la résolution le conseil de résolution unique et l'ACPR en France. Avec le fait que passer sous superviseur unique n'a pas provoqué un transfert de nos frais de supervision mais les a doublés.

L'Union bancaire a avancé très vite mais s'est traduite par un marché du financement bancaire beaucoup plus contraint même s'il n'y a pas eu en France de conséquences sur le financement de l'économie réelle. La finalisation de l'Union bancaire ne changera pas cet état de fait, la volonté de de-risking de la profession bancaire va continuer dans ce sens. Pour combler cette contrainte par une part accrue du financement de l'économie par les marchés, a été lancée l'initiative Capital Markets Union, CMU. Mais en pratique, que met-on en place, s'interroge Laurent Lascols. **Si de bonnes directions sont prises, il semble qu'elles ne vont pas jusqu'au bout et que manque une vraie volonté politique d'avancer.** Ainsi, la titrisation : le règlement proposé par la Commission est tout sauf simple tant il est assorti de critères lourds, compte tenu du rejet que suscite cette technique dans l'opinion publique, de même va-t-on assez loin dans la refonte de Solvabilité II ?

Le vrai sujet de CMU est ailleurs. Il s'agit d'adresser le déséquilibre entre une épargne conservatrice, liquide, courte et des besoins longs. Déséquilibre que les banques ne peuvent plus ajuster en raison des contraintes qui pèsent du fait des ratios de liquidité sur leur position de transformation. Enfin, la combinaison des régulations mises en place a provoqué un assèchement de la liquidité et les banques qui s'intéressent aux deux aspects du financement de l'économie devront abandonner certaines activités pour des raisons de contraintes en capital. Le risque constant qui pèse sur quelques acteurs de devoir séparer activités de banque d'investissement et de banque commerciale entretient un manque de liquidité des marchés. **Si bien que peut se produire en Europe un problème de switch entre les deux modes de financement.**

A propos de l'ESMA, Laurent partage les opinions de deux intervenants précédents et fait observer qu'une certaine convergence s'est dégagée dans l'industrie dans la réponse à la consultation sur Capital Markets Union: les moyens juridiques existent, le règlement donne beaucoup de pouvoirs à l'ESMA, mais le cœur du sujet n'est pas d'accroître ses pouvoirs.

Commentaires

MF Baud : j'entends et je comprends la nécessité de l'approche graduelle mais nous nous inscrivons dans un marché intérieur et devons dépasser la fragmentation. Pour fluidifier les mouvements de capitaux transfrontières en rassurant les investisseurs, n'avons-nous pas besoin d'un emballage européen ?

Fabrice Demarigny : toute la question tourne autour du niveau d'ambition que nous souhaitons si nous voulons un marché européen des capitaux intégré pour favoriser le financement de l'investissement à l'échelle d'un marché unique et nous donner la masse critique. Il va falloir dépasser les considérations opérationnelles nationales ou purement nationales. Sortons de la caricature, personne ne dit qu'il faut envoyer l'approbation de 25 000 OPCVM à ESMA. Dans une intégration progressive, on peut prendre les marchés finement pour trouver le bon endroit pour mettre en place chaque couche de supervision. En ce qui concerne les enquêtes pour abus de marché, je suis d'accord que les superviseurs nationaux sont les mieux placés.

Jean-Paul Gauzes : il a été dit que l'Union bancaire est allée vite, ce serait oublier qu'au moment du rapport de Larosière, toutes les composantes de l'Union bancaire étaient prêtes dans le rapport fleuve de José Garcia y Margallo, actuel ministre espagnol des Affaires étrangères. Il avait tout prévu, y compris la garantie des dépôts. Ce rapport a été bloqué par les Etats qui ne se sont qu'ensuite aperçus qu'il fallait avancer. Il a été également dit que les textes sont complexes et difficiles à interpréter, mais la complication vient de l'obsession des juristes pour une précision excessive. De ce point de vue, ce n'est pas le Parlement qui bloque et on sait qu'en réalité le problème vient des Etats. En ce qui concerne l'harmonisation, pendant la deuxième phase du mandat de Michel Barnier, on a dissocié règlement et directive chaque fois que cela était possible, pour être plus efficace. On constate aujourd'hui que des règlements qui devraient s'appliquer immédiatement dans toute l'Union sans exception comportent des autorisations de déroger à leurs dispositions demandées par les Etats et non par le Parlement européen. Il peut y avoir une légitimité à tout cela, mais ne nous étonnons pas que ce soit compliqué. Si l'on veut simplifier, peut-être faudrait-il se poser la question de ce qui est essentiel dans la réglementation.

Un mot sur l'ESMA ; j'ai été très critique au moment de sa constitution sur le choix des présidents et directeurs. En effet, le Parlement s'est estimé floué par les critères mis au recrutement des responsables pour EBA, EIOPA et ESMA : personnes de moins de 60 ans, ayant un statut de directeur et pas de directeur général. Il y avait une raison à cela, baisser la notoriété et l'influence de ces dirigeants. Je dois dire que la façon dont les personnes ainsi désignées se sont accrochées à la tâche et ont fait progresser l'institution sous leur responsabilité est remarquable. Ce d'autant qu'ils n'étaient pas à l'origine dans une position hiérarchique qui leur permettait de s'imposer.

Pour **Philippe Herzog**, la question est de définir ce qui est essentiel au niveau de la stratégie, sachant que le politique, au niveau de la CMU, n'a pas de ligne stratégique. A cet égard, ne faut-il pas repartir de la transformation ? Il ne s'agit pas de substituer le financement par le marché au financement bancaire mais de trouver une cohérence dans la complémentarité des deux rôles et mutualiser les risques pour passer le relais aux investisseurs. Les superviseurs peuvent hériter de problèmes liés à la défaillance de transformation, ils pourraient les faire remonter. A cela s'ajoute la stratégie de défragmentation. L'asymétrie est terrible entre pays européens en termes de marchés de capitaux, de compétence et puissance des autorités nationales de supervision. Les superviseurs ne peuvent ignorer cette réalité de terrain dans leur travail d'influence. Toujours du point de vue du pouvoir d'influence, il faut un système transparent pour gérer les risques, et donc créer des classes de risques PME, infrastructures etc. Ce n'est pas la mission du superviseur mais il peut servir

d'aiguillon. Il ne s'agit que de questions préliminaires sur ce que l'on doit nécessairement faire pour avancer plus vite au niveau européen, avec bien sûr la nécessité de coopérer avec le terrain.

Pour **Patrick Starkman**, il ne faut pas oublier que l'ESMA n'est pas un organe politique mais une agence disposant d'une gouvernance particulière, un homme une voix, et d'un rôle technique auquel le politique a voulu la limiter. Il faut bien garder cela en tête si on veut faire évoluer ESMA et ses mécanismes de décision. Qu'est ce qui pêche dans son fonctionnement? La mise en place harmonisée des règles ne peut se faire que si les règles sont harmonisées, avec suffisamment de détails dans la réglementation. Si les politiques laissent volontairement de l'espace dans la réglementation et, si on demande à ESMA de compléter, il y aura un problème : son interprétation sera obligatoirement challengée par une partie de l'industrie ou une autre de l'industrie : ce sera ou top ou pas assez. Le rôle de l'ESMA ne peut s'intégrer que dans les décisions et la volonté politiques d'harmoniser et d'implémenter finement. On peut donner plus de moyens à ESMA si le politique le veut, si l'industrie le veut, si cela peut aider à donner plus de protection aux investisseurs. N'oublions pas que les piliers d'ESMA reposent sur la crise monumentale de 2007-2008, nous sommes aujourd'hui dans une autre phase de reconstruction. Si l'on se réfère au rôle de la SEC aux Etats Unis, on constate que rien n'est impossible au niveau de la régulation, il faut en avoir la volonté politique. Dernier point, l'influence d'ESMA c'est la voix des régulateurs à l'international. ESMA est membre du board d'IOSCO et a gagné en cinq ans une stature internationale.

Pauline de Châtillon, E&Y déplore que les relations entre EIOPA et ESMA ne soient pas assez fortes alors qu'elles vont dans la même direction, dès lors qu'il s'agit de produits d'épargne. ESMA est en train de prendre de vitesse EIOPA et de réduire EIOPA à transposer ce qu'a fait ESMA. Il lui semble que manque au niveau du board des autorités européennes une réflexion sur les grands enjeux et leur articulation les unes vis-à-vis des autres, bien qu'elles soient des organes techniques.

Fabrice Demarigny souligne qu'il y a effectivement matière à travailler en collaboration de plus en plus étroite. Il rappelle que le Conseil, dans sa résolution d'approbation du plan d'action, pousse la Commission à aller plus loin en matière de gouvernance et de financement des autorités. C'était d'ailleurs dans la lettre de mission de JC Juncker, que des propositions soient faites. On devrait aboutir à une opinion dans le courant de l'année. Il retient de la discussion le mauvais usage qui est fait de la hiérarchie des normes que donne le Traité. De par la méfiance entre autorités et lobbies, il y a une volonté de tout mettre au niveau I, y compris les micro-détails, ce que l'on regrette après car le marché est flexible. Il faut laisser suffisamment de place aux normes secondaires pour pouvoir s'adapter. En même temps, on ne reconnaît pas de légitimité à l'ESMA de prendre des décisions techniques que les lobbies s'empressent de rendre politiques.

A la question de **Dominique Perrut** sur les relations ESMA – Commission, Guillaume Eliet souligne la confusion qui existe : les autorités nationales qui participent à l'ESMA ressentent comme si elles avaient remis leur propre autorité et leur propre pouvoir de réglementation entre les mains d'ESMA, mais ESMA n'a pas de pouvoir de réglementation, c'est la Commission qui adopte les textes. Et son approche sur les textes de niveau II et III est extrêmement juridique, ce qui bloque et brise l'autonomie de l'ESMA dans le processus de production des textes. Les autorités nationales souhaitent que l'ESMA ait plus d'indépendance et de marge de manœuvre par rapport à la Commission.