

A S S E M B L É E      N A T I O N A L E

X I V <sup>e</sup>      L É G I S L A T U R E

# Compte rendu

## Commission des Finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire

- Audition, ouverte à la presse, de M. Gérard RAMEIX, dont la nomination en qualité de président de l'Autorité des marchés financiers est envisagée par le Président de la République, puis vote sur cette proposition de nomination (article 13 de la Constitution) ..... 2
- Présences en réunion..... 13

Mardi  
24 juillet 2012

Séance de 11 heures 45

Compte rendu n° 8

SESSION EXTRAORDINAIRE DE 2011-2012

**Présidence  
de M. Gilles Carrez,  
*Président***



*La Commission entend, en audition ouverte à la presse, M. Gérard RAMEIX, dont la nomination en qualité de président de l'Autorité des marchés financiers est envisagée par le Président de la République, puis elle vote sur cette proposition de nomination (article 13 de la Constitution).*

**M. le président Gilles Carrez.** Nous accueillons ce matin M. Gérard Rameix, dont la nomination au poste de président de l'Autorité des marchés financiers – AMF – est envisagée par le Président de la République.

La nomination de Jean-Pierre Jouyet, qui présidait jusqu'à présent cette autorité, au poste de directeur général de la Caisse des dépôts et consignations, après l'avis favorable qu'y ont donné les deux commissions des Finances des deux assemblées il y a une dizaine de jours, a pour suite logique l'audition par notre Commission de la personnalité pressentie pour lui succéder. Je rappelle que notre réunion se tient conformément à l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 23 juillet 2010, relative à l'application du 5<sup>ème</sup> alinéa de l'article 13 de la Constitution, qui dispose que les commissions des Finances de l'Assemblée nationale et du Sénat sont compétentes pour émettre un avis sur cette nomination, avis qui est précédé d'une audition publique. Un vote secret – hors de la présence de M. Rameix – se tiendra donc à l'issue de l'audition. Mais comme la commission des Finances du Sénat n'auditionne M. Rameix que demain matin, le dépouillement du vote aura lieu seulement en fin de matinée, en même temps que celui qui aura lieu au Sénat.

Il faut rappeler à quel point la crise financière de 2007 a mis en lumière les défis auxquels est confrontée l'AMF, qui est chargée d'assurer la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers que sont notamment les actions et les obligations, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés. Comment faire face à la sophistication croissante des techniques d'ingénierie financière – titrisation, *trading* de haute fréquence ? Peut-on superviser les chambres de compensation privées, les fonds alternatifs ? Avec quels moyens humains, quels pouvoirs, et selon quelles modalités de contrôle ? Comment remédier au morcellement des supervisions nationales ? Comment les articuler avec le rôle que devrait prendre la nouvelle Autorité européenne des marchés financiers – ESMA ? Autant de questions qui ont déjà été abordées par les missions conduites ces dernières années sur le sujet.

Nous sommes heureux de vous accueillir, monsieur Rameix. Vous avez notamment été directeur général de la Commission des opérations de bourse – COB – entre 1997 et 2004, puis, lorsque celle-ci a été intégrée dans l'AMF, secrétaire général de la nouvelle institution de 2004 à 2009. C'est dire votre compétence sur les sujets que nous allons aborder.

**M. Gérard Rameix.** Je suis très honoré de me présenter devant vous ce matin. Pressenti pour prendre la présidence de l'AMF, j'ai donné une réponse positive en quelques secondes. J'ai en effet passé presque douze ans dans la régulation financière, tout d'abord à la COB, puis à l'AMF, à la mise en place de laquelle j'ai activement participé avec mes collègues du Trésor.

Pour être franc, c'est avec des sentiments partagés que j'ai quitté l'AMF. Certes, j'avais à mon actif un certain nombre de réalisations. Nous avons organisé la fusion entre la COB, le Conseil des marchés financiers – CMF – et l'instance de sanction dans le domaine des organismes de placement collectif en valeurs mobilières – OPCVM –. Nous avons aussi élargi le recrutement, en faisant appel à de nombreuses compétences du secteur privé, et mis à niveau le processus répressif – certains ont peut-être en mémoire la série de décisions judiciaires qui avaient obligé à une révision complète des textes réglementaires et législatifs organisant le pouvoir de sanction de la COB, puis de l'AMF. Beaucoup a donc été fait.

Je gardais cependant – et garde encore – deux regrets. Tout d’abord, j’ai le sentiment que nous avons collectivement échoué à protéger véritablement l’épargnant, celui qui investit en produits financiers, et à lui donner confiance dans le marché financier. Michel Prada m’a recruté en tant que directeur général de la COB fin 1997 ; nous avons vécu de nombreuses opérations très réussies, et une euphorie dans le domaine boursier, avec la formation d’une bulle – avant son éclatement d’un seul coup. À l’époque, les entreprises faisaient presque la queue devant nos bureaux pour essayer coûte que coûte d’introduire en Bourse des sociétés dont le chiffre d’affaires était encore très faible et qui se fondaient avant tout sur une idée ; leurs titres se vendaient malgré tout comme de petits pains. Il était désagréable d’instruire ces dossiers, non qu’ils fussent inintéressants, mais parce que nous pressentions que cela allait mal tourner. Nous multiplions alors les avertissements – à l’époque, la COB avait le droit de formuler des avertissements sur les documents qu’elle enregistrait. Malgré cela, les prix ne cessaient de monter. Lorsque tout s’est écroulé, le niveau général des cours a considérablement baissé. Nous avons repris confiance en essayant de « serrer les boulons » : souvenez-vous de la loi qui a créé l’AMF et réorganisé le contrôle des comptes. Nous semblions repartir du bon pied. Je me souviens pourtant avoir lu dès le printemps 2007 des articles d’économistes prédisant que les prix de l’immobilier américain allaient atteindre leur sommet, puis baisser ; ce que nous n’avions pas compris, c’est à quel point les conséquences de cette baisse seraient terrifiantes. Nous avons eu un deuxième choc, qui a brisé la confiance des épargnants. Je ne pense pas que l’on puisse dire qu’elle soit revenue aujourd’hui.

En quittant l’AMF, j’avais donc le sentiment que, malgré tous nos efforts, le régulateur avait lui aussi été victime des forces du marché – qui avaient été plus fortes que lui.

J’avais également pris conscience des limites du rôle de régulateur. Une grande ambiguïté subsiste en effet sur la notion de régulation financière. Il est des contraintes, dont j’ai fait l’expérience, qu’il importe de garder à l’esprit lorsqu’on parle de régulation financière. Au moindre dérapage, on a tendance à dire qu’il aurait fallu mieux réguler. Ce n’est que partiellement vrai. Tout d’abord, le terme « réguler » n’a pas le même sens en français et en anglais. En français, on voit un système sophistiqué de poids et de contrepoids permettant d’assurer un ajustement. En anglais, « réguler » signifie simplement régler. Dans régulateur, il y a d’ailleurs règle, et qui dit règle dit juristes : si vous n’avez pas de position juridique parfaitement sûre, vous pouvez être attaqué et voir vos décisions annulées. Lorsqu’on parle de régulation, il faut donc être capable de définir des règles.

Par ailleurs, la règle suit toujours le fait – elle ne le précède jamais. Vous ne pouvez énoncer une règle, en mesurer la portée et l’ajuster que si vous avez déjà une pratique. C’est une constante que vous ne pouvez réguler que quelque chose que vous avez déjà mesuré. Dans un univers aussi frénétiquement mobile que celui de la finance, cela peut devenir très difficile.

Autre difficulté, la finance est internationale – *global*, comme disent les Anglo-Saxons, ce qui veut dire mondiale. Elle est au minimum européenne, alors que les structures de régulation restent encore largement nationales.

Si je suis candidat à la présidence de l’AMF, c’est d’abord parce que la fonction est passionnante. C’est aussi parce que j’ai pris la mesure d’un certain nombre d’obstacles, et que je pense avoir – au moins autant que d’autres – la capacité de les surmonter. C’est, enfin, parce que je suis attaché à cette maison. Je l’ai vérifié l’autre jour lors de la réception de départ de Jean-Pierre Jouyet, les trois quarts des personnels de l’AMF ont été recrutés au temps où j’étais secrétaire général. On dit toujours qu’il ne faut pas revenir sur le lieu de

ses ... agissements : je prends le risque ! La fonction de président est d'ailleurs différente de celle de secrétaire général. La loi créant l'AMF a organisé une dualité entre secrétaire général et président du collège. Je l'ai toujours dit lorsque j'étais secrétaire général, la légitimité d'un régulateur repose sur son collègue, et les deux doivent être solides.

Mon expérience me permettra, je crois, de ne pas me laisser déstabiliser trop facilement. Dans cette fonction, l'expérience compte évidemment beaucoup.

J'ai bien sûr des idées sur chaque domaine de compétence de l'AMF, même si j'entends m'inscrire dans la continuité et si une grande partie des enjeux se situent au niveau européen, voire mondial.

Ne doutez en tout cas ni de mon intérêt, ni de ma motivation, ni de ma force de caractère devant les obstacles qui ne manqueront pas de se dresser sur la route du régulateur.

**M. Christian Eckert, rapporteur général.** Vous avez davantage évoqué les insuffisances de l'AMF que ses atouts. Parmi ces insuffisances subsistent de nombreux angles morts. J'aimerais savoir quelle appréciation vous portez sur quatre d'entre eux.

Il s'agit en premier lieu des agences de notation, sur lesquelles ne pèse aujourd'hui qu'une obligation d'enregistrement. Rien n'est fait, par exemple, pour encadrer la notation des États. Avez-vous des idées sur ce sujet ?

Ensuite, ne faudrait-il pas limiter le niveau d'endettement des *hedge funds*, par exemple sur le modèle de la réglementation prudentielle appliquée aux banques ? Il y a là des enjeux considérables.

Troisième angle mort, les marchés de gré à gré. Comment entendez-vous contraindre les acteurs de marché à privilégier les marchés organisés plutôt que les marchés de gré à gré, qui se caractérisent par leur opacité – c'est un euphémisme ?

Enfin, les spéculations de haute fréquence ne favorisent ni la clarté et la transparence, ni l'épargne longue, qui fait si cruellement défaut au financement des entreprises.

Je m'interroge également, comme le président Carrez, sur l'articulation de l'AMF avec l'ESMA.

Les moyens de l'AMF, financée je crois par une contribution des acteurs, vous semblent-ils suffisants ? Le plafonnement d'emplois qui a été mis en œuvre est-il selon vous un obstacle à son action ?

**M. Henri Emmanuelli.** Permettez-moi d'abord, monsieur le président, de regretter que cette réunion se tienne un mardi matin. Outre que cela pose problème pour ceux dont la circonscription est à 800 kilomètres, c'est aussi le créneau horaire réservé aux réunions de groupe.

Vous avez fait allusion plusieurs fois à la désaffection de l'épargnant pour la Bourse. Selon moi, le sujet majeur, bien que peu traité – est celui du *high frequency trading* – HFT–. Je l'avais noté l'an dernier, à l'occasion d'une commission d'enquête : les épargnants un peu avertis de ce qui se passe estiment désormais qu'ils n'ont plus les moyens d'aller en Bourse, car ce type de pratique ne leur laisse aucune chance. L'AMF doit-elle s'exprimer sur ce sujet ? Au cours de cette commission d'enquête, on nous a d'ailleurs beaucoup menti.

Les banquiers et les patrons de Bourse nous disaient que cela ne les concernait pas, mais on apprenait au sortir de la réunion qu'ils étaient en train d'investir près d'un milliard de dollars dans la création d'infrastructures qui seraient louées à des banques ou à des institutions financières pour pratiquer du HFT. Songez que le HFT, c'est plusieurs millions d'opérations par minute. Bref, M. Tout-le-monde venant placer ses quatre sous à la Bourse a peu de chances d'en sortir chaudement vêtu. Quel est votre point de vue ?

**M. Charles de Courson.** Vous tirez donc deux conclusions de vos années à la COB et à l'AMF : l'échec de ces institutions à protéger l'épargnant, et les limites de la régulation financière. Si vous êtes désigné à la présidence de l'AMF, que pensez-vous qu'il faille faire ? Quelles leçons tirez-vous de votre amère expérience dans l'affaire EADS ? Alors que vous n'étiez qu'un modeste secrétaire général, vous aviez fait quelques déclarations dont chacun se souvient...

S'agissant des agences de notation, j'ai relu l'interview que vous aviez donnée au *Figaro* le 22 octobre 2010. Alors qu'on vous demandait quels étaient vos moyens d'action sur les agences de notation, vous aviez répondu que « *l'AMF ne peut pas réguler les agences mondiales. Dans la mesure où elles ont leur siège aux États-Unis, seule une coopération internationale peut être efficace pour obtenir une plus grande transparence[...]* Mais je tiens à souligner, ajoutiez-vous, que dès le début de l'année – 2007 –, nous avons signalé dans un rapport le risque associé aux produits structurés et à la titrisation, en attirant notamment l'attention sur le fait qu'ils généraient à eux seuls la moitié des profits des agences de notation, lesquelles se trouvaient en conflit d'intérêts en intervenant comme conseil lors du montage de ces produits, puis ensuite comme experts indépendants dans la notation. Là encore, des changements de pratique s'imposent. »

Qu'envisagez-vous à l'égard des agences de notation et sur le champ couvert – puisque nous avons eu des débats avec vous sur l'assurance-vie, la distinction qui a cours en France n'étant pas forcément opérationnelle à mon sens ? Êtes-vous prêt à prendre des initiatives pour suggérer au Gouvernement un certain nombre d'évolutions législatives et réglementaires ?

**M. Christophe Castaner.** Sous la présidence de Jean-Pierre Jouyet, l'AMF s'était mobilisée pour interdire les ventes à découvert sur les valeurs financières. Or le 16 avril, quelques jours avant le premier tour de l'élection présidentielle, il a été décidé d'ouvrir la possibilité d'intervenir sur les marchés des dérivés. Ce dispositif permet aux spéculateurs du monde entier de vendre de la dette française à bas coût, avec un effet de levier pour les bons du Trésor. Que pensez-vous de cette décision ?

Le dernier rapport de l'AMF comporte quelques préconisations intéressantes, qui pourraient tenir lieu de feuille de route à son nouveau président : remise à plat des conditions d'exercice, de rémunération et de régulation du métier de conseiller financier ; engagement d'une réflexion sur la fiscalité de l'épargne, avec une prime aux placements de long terme ; renforcement du pouvoir des assemblées générales d'actionnaires, ces derniers « devant avoir un droit de regard sur les rémunérations des dirigeants de l'entreprise. » Je serais intéressé d'avoir votre avis sur ces trois pistes de réflexion.

**M. Gérard Rameix.** Les agences de notation relèvent désormais de la compétence de l'ESMA. Si je deviens président de l'AMF, c'est donc dans ce cadre que je participerai au débat. Comme je l'ai déjà dit, ces agences, étant internationales, ne peuvent être régulées qu'à l'échelle internationale. Beaucoup a été fait : des règles techniques et éthiques leur sont

désormais imposées. Je ne suis cependant pas sûr que nous ayons réglé le point majeur qui a été évoqué : lorsque vous donnez un triple A à des produits financiers alors que vous avez aidé leur concepteur à les structurer de telle façon qu'ils remplissent les conditions pour l'obtenir, sachant que votre rémunération dépend de votre qualité de conseil, vous n'êtes plus un notateur, mais un conseil. Vous n'êtes donc plus neutre. D'autres éléments techniques font que le triple A des produits titrisés n'avait rien à voir avec celui d'un État ou d'une grande entreprise. Il faut donc, si possible en accord avec les États-Unis, où les plus grosses agences ont leur siège, renforcer la discipline et la lutte contre les conflits d'intérêts.

Mais la principale question n'est pas là – ou pas seulement. Elle est surtout de savoir si l'on peut enlever des textes la référence à la notation. Voilà en effet des années que les régulateurs et les États ont remis une partie de leurs pouvoirs dans les mains de notateurs privés, qui ont leurs intérêts propres. Est-il si évident qu'un directeur financier de caisse de retraite – pour prendre un exemple – doive investir uniquement dans des produits notés triple A ? S'il doit investir dans des produits de taux, à lui de voir si l'émetteur est fiable. Il peut certes avoir recours à des agences de notation ; pour autant, ne laissons pas croire qu'il sera protégé contre toute critique s'il investit dans du triple A. Mais c'est revenir sur une longue tradition.

J'en viens aux *hedge funds*. La meilleure façon de les réguler n'est pas de limiter leur propre levier comme le suggérait votre question, monsieur le rapporteur général : dans la mesure où nous n'avons pas de juridiction sur eux, c'est très difficile. Mieux vaut agir via leurs banquiers, en disant qu'une banque régulée – ce qui dépend moins de l'AMF que des régulateurs prudeniels – ne peut pas aider des *hedge funds* à avoir des leviers plus importants qu'un niveau que l'on détermine.

L'autre façon de réguler les *hedge funds* consiste à lutter contre les paradis fiscaux et juridiques, qui sont généralement des excroissances de la finance britannique ou américaine – leurs personnels viennent de ces places et localisent leurs opérations ailleurs. Le sujet relève soit de la régulation entre les États, pour essayer de discipliner les paradis fiscaux, soit de la régulation bancaire. Je suis loin d'être le premier à le dire : des pas ont déjà été faits dans cette direction. Même si les *hedge funds* se défendent d'avoir joué un rôle néfaste dans la crise, il y a matière à discussion. Dans l'affaire LTCM, par exemple, s'il n'y avait pas eu le régulateur bancaire américain, tous les marchés obligataires de la planète auraient connu un krach à cause des positions monstrueuses prises par les prix Nobel d'économie et les mathématiciens qui inspiraient LTCM...

La question la plus importante qui m'a été posée concerne les marchés de gré à gré. Les transactions de gré à gré sont en effet plus opaques et dangereuses que les autres. Surtout, il n'y a pas de compensation. L'intérêt d'un marché compensé, c'est que lorsque vous achetez une action, vous savez qu'on vous la livrera, et que lorsque vous la vendez, vous savez que vous aurez le prix. Dans un marché de gré à gré, vous faites confiance en une seconde à votre contrepartie, qui fera peut-être faillite demain. C'est pour cette raison que le dossier Lehman n'est toujours pas soldé : un grand nombre de produits Lehman faisant l'objet de transactions sur des marchés de gré à gré, il faut des milliers d'heures d'auditeurs compétents pour arriver à retrouver où est la contrepartie.

**M. Henri Emmanuelli.** L'Europe a pourtant favorisé ces marchés de gré à gré !

**M. Gérard Rameix.** Personnellement, je n'ai jamais été un laudateur de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers – directive MIF. Celle-ci entendait répondre à deux préoccupations : abaisser les coûts, et, pour ce faire, prendre le risque de la fragmentation des marchés. Je pense que ce qu'on a gagné en abaissant les coûts est inférieur à ce qu'on a perdu en fragmentant les marchés. Des discussions – dont je ne connais pas encore le détail – sont en cours pour renégocier la directive.

Le plus important, monsieur le rapporteur général, est de remettre, comme nous sommes en train de le faire, la plupart des produits dérivés sur un marché organisé. Nous ne pouvons pas interdire complètement les contrats de gré à gré : nous sommes dans des États de droit. Mais l'on peut obliger à encadrer certains types de produits, qui sont les plus fréquents – ce qui n'empêchera pas que l'on puisse toujours faire des produits sur mesure. Là aussi, on peut passer par la régulation bancaire, en pénalisant les banquiers qui prennent des risques sur ces marchés.

J'en viens au *trading* haute fréquence.

**M. François Baroin.** C'est fini !

**M. Charles de Courson.** Nous avons eu sa peau !

**M. Gérard Rameix.** À la COB comme à l'AMF, nous nous sommes faits les avocats de l'achat d'actions par les particuliers. Ces derniers, il est vrai, sont aujourd'hui plutôt découragés d'investir en ce sens, mais, contrairement à M. Emmanuelli, je ne pense pas que le *trading* haute fréquence en soit la cause. Un particulier qui acquiert des titres a intérêt à les conserver pendant deux ou trois ans – c'est du moins le conseil que je lui donnerais. Dès lors, ce qui peut arriver en une microseconde le jour de l'achat n'a pas une grande importance.

**M. Henri Emmanuelli.** Ce n'était pas mon propos. Les particuliers ne connaissent pas nécessairement l'existence du *high frequency trading*, ou ne se doutent pas qu'il est à l'origine de leurs pertes – ce qui est, en partie du moins, souvent le cas –, mais ils comprennent bien que les marchés ne sont plus faits pour eux et finissent par s'en détourner.

**M. Gérard Rameix.** Ce que je veux dire, c'est que la perte subie par un épargnant entré sur le marché en 2007 n'est pas liée à l'usage d'un *trading* haute fréquence le jour de la vente, mais à l'écroulement des marchés survenu depuis. Dans la situation inverse, il pourrait certes se retrouver défavorisé par rapport aux grands professionnels, mais, au fond, ce n'est pas cette forme de *trading* qui fait les cours. Le HFT permet de résorber de très petits écarts, et s'il est vrai qu'il permet de réaliser des gains au détriment des plus petits acteurs du marché, c'est seulement à un instant T. Son effet est faible sur le long terme.

**M. Henri Emmanuelli.** Mais des opérations de ce type sont réalisées tous les jours !

**M. Gérard Rameix.** J'ai pour ma part contribué à obtenir du comité des sanctions de l'AMF une des premières décisions concernant la pratique du *trading* haute fréquence. Deux étudiants en économie et mathématiques passaient massivement des ordres de transaction sur des « penny stocks », c'est-à-dire des valeurs très peu chères – des actions Eurotunnel pour l'essentiel. Ils parvenaient ainsi à modifier d'un niveau le pas de cotation, en l'augmentant pour l'acheteur et en le réduisant pour le vendeur. Partant de zéro, ils étaient parvenus, en arnaquant les autres spéculateurs, à gagner de la sorte 15 à 20 millions d'euros.

Cependant, de tels exemples restent marginaux. De plus, dans la mesure où le cours d'Eurotunnel avait baissé pendant plusieurs mois, les porteurs de titres étaient de toute façon perdants, indépendamment des opérations que je viens de décrire.

Quant aux ventes à découvert, on n'y gagne pas forcément. On spéculé autant et on prend les mêmes risques en « long » et en « short ». Certes, en pratiquant la vente à découvert, vous vendez quelque chose que vous n'avez pas, et vous y gagnez si le titre perd de la valeur. Mais dans le cas contraire, vous êtes obligé de racheter le titre plus cher, et vous perdez.

**Mme Karine Berger.** Ce n'est pas le sujet !

**M. Henri Emmanuelli.** Nous savons bien ce que sont les ventes à découvert !

**M. Gérard Rameix.** Ce que je veux dire, c'est que ces ventes sont risquées. La vente à découvert n'est vraiment gagnante que si elle est pratiquée « en bande », c'est-à-dire par plusieurs *hedge funds*, dans le but de faire baisser les cours au moyen d'une forme de prophétie autoréalisatrice. En dehors d'une telle hypothèse, la vente à découvert n'est pas forcément néfaste.

Par ailleurs, l'interdiction de vente à découvert laisse entier le problème de l'harmonisation des conditions de réalisation des transactions. En France, par exemple, le titre devra être livré à J + 2, mais au Royaume-Uni, il pourra l'être à J + 8. Si nous voulons discipliner les opérations « short » sur le marché européen, il convient avant tout de trouver un accord sur des conditions de livraison identiques.

Malgré ces réserves d'ordre technique, il est normal que, lorsque le marché est très agité, les régulateurs aient la possibilité d'interdire les ventes à découvert. L'AMF l'a fait en 2008, et je n'hésiterais pas à le faire moi-même si le besoin s'en faisait sentir. Mais ce n'est pas la panacée. Ainsi, si les cours des titres bancaires se sont écroulés en juillet dernier, ce n'est pas seulement à cause des ventes à découvert, mais parce que le marché a pris en compte l'existence, dans le bilan des banques, de titres de dettes libellés en euros dont certains n'étaient peut-être pas dépréciés. Il ne faut pas confondre le symptôme et la pathologie, même s'il est vrai que les ventes à découvert peuvent perturber le marché dans certaines circonstances.

En ce qui concerne les conseillers en investissements financiers – CIF –, la loi adoptée il y a quelques années leur impose d'adhérer à une des associations professionnelles agréées chargées de mettre en place les règles et d'en contrôler l'application. Mais ce sujet doit être repris en permanence. Le conseil financier est un métier très délicat, et tous les conseillers – dont le nombre est élevé – ne sont pas aussi honnêtes et compétents qu'il le faudrait.

J'en viens à la question de la fiscalité. En tant que médiateur du crédit, j'ai beaucoup travaillé sur le financement de l'économie. À la suite des états généraux de l'industrie, j'ai notamment été chargé de créer l'Observatoire du financement, réunissant des représentants du secteur financier, des entreprises non financières et certains experts du secteur public comme Oséo, la Banque de France ou la Caisse des dépôts. Un des problèmes importants est que l'épargnant est prêt à investir sur une faible durée et en prenant peu de risques, alors que l'économie a besoin d'une épargne plus longue et plus risquée. Il est dès lors fâcheux que la fiscalité ait plutôt pour effet d'encourager le placement court et peu risqué. Des travaux importants sont nécessaires pour pouvoir rompre cette tendance.



Dans mon propos introductif, je n'ai pas voulu affirmer que l'AMF n'avait marqué aucun point. Au contraire, j'estime qu'elle a réalisé beaucoup de choses. J'ai simplement exprimé ma frustration de constater qu'en définitive, nous n'avions pas pu nous montrer plus forts que la marée.

Cela dit, j'ai une autre frustration s'agissant des assemblées générales d'actionnaires et de la rémunération des dirigeants. Dans un marché, la réponse normale d'un régulateur consiste à assurer la transparence : si les opérateurs sont bien informés, leurs échanges devraient entraîner la fixation du juste prix. Ce raisonnement, *mutatis mutandis*, a été appliqué aux rémunérations, dont le montant était ignoré du public jusqu'à la fin des années 1990. L'obligation de publication devait entraîner une certaine discipline dans ce domaine. C'est pourtant le contraire qui s'est produit : à mesure que les rémunérations faisaient l'objet de publicité, leur niveau a augmenté jusqu'à devenir exorbitant. Une solution serait de renforcer les pouvoirs des assemblées générales d'actionnaires et de permettre qu'elles en débattent directement. Mais l'effet d'une telle mesure n'est pas garanti : tout dépendra des grands gérants, qui détiennent la majorité.

« Que faut-il faire ? » me demande Charles de Courson. On peut faire beaucoup de choses.

Tout d'abord, il faut sanctionner dès que cela s'avère nécessaire, ce qui suppose de mener des enquêtes solides et d'argumenter pied à pied devant la commission des sanctions, le juge d'instruction ou le tribunal correctionnel.

J'hésite à parler d'une affaire individuelle comme celle d'EADS, mais il est exact que j'avais ouvert une enquête sur la levée de stocks options par les dirigeants de l'entreprise plusieurs semaines avant que les faits ne soient rendus publics. Notre conclusion était que les personnes mises en cause avaient eu recours à une information privilégiée. Pourtant, après un long débat, la commission des sanctions en a décidé autrement.

Depuis, des ajustements ont été effectués en matière de procédure qui me paraissent pertinents. Nous avons en effet commis une erreur en transmettant au Parlement nos propositions concernant la création de l'AMF. Le fait que l'annulation de certaines sanctions, à la fin des années 1990, ait été rarement motivée par des problèmes de fond nous avait naïvement conduits à penser qu'une simple modification de la procédure était nécessaire. Cela a conduit à distinguer, pour la première fois, l'autorité chargée de l'enquête – le secrétaire général –, de celle qui engage les poursuites – le collège –, ou qui propose les sanctions – la commission des sanctions. Mais nous n'avions pas prévu la possibilité de faire appel, ni même envisagé un dispositif d'accusation convenable. Ainsi, lors de l'affaire EADS, la défense a eu la parole pendant cinq jours, mais l'accusation pendant seulement une demi-heure. La première était assurée par des avocats très bien rémunérés, la seconde par un magistrat fort compétent, mais peu habitué à intervenir dans une instance de jugement. Le déséquilibre au détriment de l'accusation était donc criant.

Ce déséquilibre a-t-il joué dans l'appréciation portée par les membres de la commission des sanctions ? Il conviendrait de le leur demander. Pour ma part, je considère cette affaire comme un échec pour la régulation.

Cela étant, nous parlons d'une procédure contradictoire. Même lorsque les conclusions de l'enquête sont sévères, il est dans l'ordre des choses, dans un État de droit, que la défense l'emporte parfois sur l'accusation.

L'épisode des *subprimes* illustre la difficulté de s'exprimer à contretemps. Dès 2006, nous avons présenté devant le collège de l'AMF un rapport sur les risques associés à ce type de prêt hypothécaire. À une époque où personne ne connaissait leur existence, un de mes adjoints, Hubert Reynier, avait en effet relevé que les produits structurés représentaient plus de 40 % du chiffre d'affaires des agences de notation, ce qui constituait une véritable dérive.

C'est aussi à cette époque que nous avons souligné les risques pris par les banques et les opérateurs ayant recours à des *leveraged buy-out* – LBO – aux effets de levier très importants. Mais lorsque le marché s'emballe et que tout le monde est optimiste, de tels avertissements lancés par un régulateur sont très peu entendus. La leçon que j'en tire, c'est que non seulement on ne doit pas hésiter à s'exprimer à contre-courant – contrairement à l'opinion selon laquelle le marché a toujours raison –, mais aussi qu'il faut s'exprimer plus nettement et rechercher des appuis. À l'époque, nous avons posé un diagnostic, mais sans parvenir à ce que la presse s'en fasse suffisamment l'écho.

**Mme Karine Berger.** Quels sont les meilleurs moyens de réguler la finance ? Faut-il modifier les structures, ou doit-on s'en remettre à la sagesse du régulateur pour accompagner les marchés ? Plus précisément, êtes-vous favorable à la séparation des activités bancaires entre le crédit au bénéfice de l'économie réelle et la pure spéculation ?

On ne peut qu'être déçu par la façon dont les régulateurs financiers ont évalué les risques au cours des trois dernières années. En particulier, leurs modèles de *stress test* n'ont jamais permis d'anticiper les faillites bancaires. Selon vous, l'évaluation de la solidité des banques françaises doit-elle passer par la simulation de certains événements comme la sortie de la Grèce de la zone euro ou une faillite des banques espagnoles ?

Le ratio de liquidités prévu par les normes « Bâle III » conduit *grosso modo*, dans les bilans bancaires, à une équivalence entre le montant des dépôts et celui des crédits. Considérez-vous comme moi que cette réforme est une bonne façon de réguler le système bancaire ?

Faut-il intervenir dans les modalités de rémunération des traders sur la place de Paris ?

Vous avez jugé que les ventes à découvert n'étaient pas en soi un problème. Qu'en est-il des contrats CDS – *credit default swap* –, dont le nombre a été multiplié par quinze en cinq ans ? Pensez-vous qu'ils n'ont rien à voir avec la crise financière déclenchée en 2008 ?

**Mme Valérie Rabault.** Une des missions de l'AMF est d'assurer l'information des investisseurs et la protection de l'épargne. Les « *terms sheets* » des produits financiers vous paraissent-ils toujours compréhensibles ?

L'Autorité doit également veiller au bon fonctionnement des marchés financiers. À ce titre, elle a été amenée à autoriser certains produits en se fondant sur le LIBOR ou sur d'autres indices similaires. Comment l'Autorité peut-elle s'assurer que les instruments servant de référence aux produits financiers donnent des mesures valides ?

**M. Gérard Rameix.** Les questions de Mme Berger – du moins les trois premières – concernent plus l’actuel Médiateur du crédit que l’éventuel futur président de l’AMF. À ma connaissance, en effet, ce dernier n’a pas compétence dans les matières évoquées, sauf peut-être lorsqu’il collabore avec l’Autorité de contrôle prudentiel. Je peux toutefois vous donner mon avis personnel.

Même si je ne verrais pas d’inconvénient majeur à ce que la structure des banques soit modifiée selon le principe ayant inspiré le *Glass-Steagall Act*, une telle mesure n’est pas la panacée. Son adoption en 2005 n’aurait probablement pas permis de changer la destinée d’aucune banque. Elle pourrait toutefois s’avérer utile afin de rétablir la confiance du public, même s’il reste à en définir les modalités. Je suis donc favorable à cette idée, mais sans enthousiasme.

De même, je suis plutôt d’accord avec l’idée d’élaborer les *stress tests* à partir de scénarios de crise. Mais, ces exercices étant publics, tester des hypothèses catastrophiques reviendrait à les valider aux yeux de l’opinion. Ils pourraient donc avoir des effets autoréalisateurs.

Ma position sur Bâle III, que j’ai eu plusieurs fois l’occasion d’exprimer, est plutôt à contre-courant. La crise que nous vivons aujourd’hui tient, pour une part, à l’insuffisance de la régulation prudentielle à la suite de l’éclatement de la bulle financière. Les régulateurs le savent bien, et c’est pour cette raison qu’ils ont considérablement durci les règles. Cependant, je pense qu’ils ont été trop loin. Bien sûr, il est vertueux de ne pas prêter plus que ce que l’on a en dépôt, mais on ne peut pas, alors, demander aux banques de faciliter le financement de l’économie. Aujourd’hui, l’encours de leurs prêts dépasse celui de leurs dépôts ; elles vont donc moins prêter.

Une solution serait de permettre à d’autres acteurs de prendre le relais des banques pour financer l’économie. Ou alors, il faudrait revoir certains dispositifs financiers comme les OPCVM monétaires, dont les épargnants pourraient se détourner si les banques étaient en mesure de proposer les mêmes taux d’intérêts qu’eux : cela permettrait d’augmenter le montant des dépôts. Quoi qu’il en soit, le ratio imposé par Bâle III place les banques françaises dans une situation d’infériorité structurelle, et c’est pourquoi je ne peux que me montrer critique à son sujet.

En ce qui concerne la rémunération des traders, il convient d’adopter une vue internationale. Les traders ne sont pas très nombreux en France ; à quoi servirait-il de les discipliner si les banques finissent par les transférer à Londres ?

À propos des ventes à découvert, je ne suis pas naïf. Simplement, elles existent depuis qu’existe la bourse. Quant aux CDS, il s’agit d’une autre technique, même si elle revient à peu près au même pour une des parties contractantes.

Les CDS n’existaient pas lors de mon arrivée à la COB. Lorsqu’ils sont apparus, la Banque de France a considéré que la vente de cette protection contre le risque de crédit relevait du métier bancaire, et qu’elle ne pouvait être laissée à des OPCVM ou à des fonds. Mais son attitude a évolué par la suite, à l’instar de celle des autres banques centrales. L’idée était que plus on disperserait le risque par le biais des CDS, plus on renforcerait la solidité du système financier international. C’était une erreur, et on peut en effet estimer qu’il y a aujourd’hui trop de CDS. Il conviendrait dans un premier temps de les faire passer par un mécanisme de compensation. Leur limitation relève, elle, du régulateur prudentiel ; le régulateur des marchés ne peut, à lui tout seul, les interdire.

Au sein du collège financier de la COB, un expert financier de renom avait soulevé, déjà, le problème posé par les *terms sheets* : il aurait souhaité introduire un critère d'intelligibilité et ne pas autoriser les produits accompagnés de documents illisibles. Cependant, une telle notion me paraissait difficile à mettre en œuvre sur le plan juridique.

Lorsque les salles de marché ont intérêt à se défaire de certains risques, elles élaborent des produits financiers spécifiques susceptibles d'être vendus aux épargnants. Or le régulateur ne peut les interdire sans une bonne raison. Peut-on aller jusqu'à invoquer leur complexité excessive ? La COB l'a fait parfois – trop rarement, sans doute –, mais c'est difficile, car l'émetteur peut toujours expliquer le mécanisme sur lequel se fonde le produit. Il me semble toutefois que l'AMF tend à se montrer plus sévère sur ce plan.

**M. Pascal Cherki.** C'est une question de volonté : si l'on considère que la multiplication des produits spéculatifs pose un problème, il faut bien fermer progressivement le robinet.

**M. Gérard Rameix.** La difficulté est que l'on ne peut pas refuser un produit sans de solides raisons juridiques. Le caractère spéculatif n'est pas un critère, tout produit financier étant par définition spéculatif. Cela étant, je suis plutôt favorable à l'idée de décourager la vente de produits trop complexes.

La question du LIBOR est différente : il s'agit d'un scandale, purement et simplement. La référence à cet indicateur, très connu et très utilisé, ne pose pas de problème de principe au régulateur, mais son élaboration repose sur la bonne foi des personnes interrogées. Dès lors que celles-ci se comportent comme des voyous, tout change. Même si la question est juridiquement complexe, proposer un crédit dont le montant est fondé sur un indice truqué peut être, sur le plan pénal, qualifié d'escroquerie.

**M. Patrick Lemasle.** Qui poursuit ?

**M. Gérard Rameix.** Le tribunal correctionnel, si l'infraction est commise sur le sol français.

\*

\* \*

## **Membres présents ou excusés**

### **Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire**

Réunion du mardi 24 juillet 2012 à 11 heures 45

*Présents.* - M. Éric Alauzet, M. François Baroin, Mme Karine Berger, M. Étienne Blanc, M. Olivier Carré, M. Gilles Carrez, M. Christophe Castaner, M. Pascal Cherki, M. Charles de Courson, Mme Marie-Christine Dalloz, Mme Carole Delga, M. Jean-Louis Dumont, M. Christian Eckert, M. Henri Emmanuelli, M. Alain Fauré, M. Olivier Faure, M. Marc Goua, M. Laurent Grandguillaume, M. Régis Juanico, M. Jean-Christophe Lagarde, M. Jérôme Lambert, M. Patrick Lebreton, M. Dominique Lefebvre, M. Marc Le Fur, M. Patrick Lemasle, M. Thierry Mandon, M. Hervé Mariton, Mme Sandrine Mazetier, Mme Valérie Pecresse, Mme Valérie Rabault, Mme Monique Rabin, Mme Eva Sas, M. Thomas Thévenoud, M. Philippe Vigier, M. Éric Woerth

*Excusés.* - M. Dominique Baert, M. Jean Lassalle, M. Pierre-Alain Muet, Mme Christine Pires Beaune, M. Michel Vergnier

*Assistaient également à la réunion.* - M. Alexis Bachelay, M. Jean-Marie Beffara, Mme Hélène Vainqueur-Christophe