

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 de M. Gérard RAMEIX, président de l'Autorité des marchés financiers, sur le rapport annuel de l'Autorité au Président de la République et au Parlement ..... 2
- Présences en réunion ..... 14

Mercredi  
20 mai 2015  
Séance de 16 heures 15

Compte rendu n° 82

SESSION ORDINAIRE DE 2014-2015

Présidence  
de M. Gilles Carrez,  
*Président*



*La Commission entend M. Gérard Rameix, président de l'Autorité des marchés financiers, sur le rapport annuel de l'Autorité au Président de la République et au Parlement.*

**M. le président Gilles Carrez.** En votre nom, je souhaite la bienvenue à M. Gérard Rameix, président de l'Autorité des marchés financiers – AMF –, et à son secrétaire général, M. Benoît de Juvigny.

Monsieur le président, c'est la troisième fois que nous vous recevons depuis le début de cette législature. En juillet 2012, nous vous avons entendu préalablement à votre nomination dans ces fonctions et, en juillet 2014, vous étiez venu nous présenter le rapport annuel de l'AMF au président de la République et au Parlement.

Le rapport annuel 2014, arrêté par vous-même et par les membres du collège de l'Autorité le 2 avril dernier, a été rendu public le 5 mai. Tel est évidemment l'un des objets de cette réunion, qui vous permettra notamment de nous faire part de votre analyse sur les conséquences de l'entrée en vigueur d'un texte qui a été élaboré ici même, à savoir la loi de séparation et de régulation des activités bancaires.

Sans doute aurez-vous également à cœur d'évoquer la protection de l'épargne, en particulier au travers de la campagne d'information que vous avez lancée il y a quelques mois pour sensibiliser le public aux dangers du marché des changes ou Forex.

Enfin, un groupe de travail de l'AMF, que vous avez conduit avec M. Michel Pinault, président de la commission des sanctions, vient d'adopter un rapport concernant l'application du principe *ne bis in idem* dans la répression des abus de marché. Ce rapport débouche sur une proposition de réforme, dans un contexte marqué à la fois par la définition de nouvelles normes européennes, par la création du parquet financier et par des évolutions jurisprudentielles importantes, résultant d'une décision de la Cour européenne des droits de l'homme de 2014 et d'une question prioritaire de constitutionnalité du Conseil constitutionnel de mars dernier. Nul doute que nos collègues souhaiteront que vous nous présentiez les conclusions de ce groupe de travail.

**M. Gérard Rameix, président de l'Autorité des marchés financiers.** Assez épais, notre rapport annuel retrace l'activité de l'AMF et, dans une certaine mesure, des marchés financiers en 2014. Il traduit une situation en assez nette amélioration par rapport aux exercices précédents, malgré des inquiétudes qui demeurent face à l'évolution de certains risques.

Les marchés financiers se sont portés de manière correcte en 2014. Les volumes échangés sur l'ensemble des marchés d'Euronext, ont progressé de 18 %, avec un volume quotidien de presque 4 milliards d'euros à Paris. Le nombre de sociétés inscrites à la cote a légèrement augmenté, porté par la reprise des introductions en bourse. Plusieurs dizaines de sociétés de biotechnologies sont désormais présentes sur le marché, grâce à une solide culture entrepreneuriale et scientifique dans ce secteur. Les montants levés au titre des introductions ont atteint 4,3 milliards d'euros, soit un niveau trois fois supérieur à celui de l'an dernier. Rappelons qu'il n'y avait pas eu pour ainsi dire d'introduction en 2012. Le marché retrouve donc sa fonction de lever des fonds pour de nouveaux investissements.

Les sociétés déjà cotées ont quant à elles levé près de 14 milliards d'euros. La gestion d'actifs a également tiré profit de la bonne tenue des marchés. Les encours sous gestion ont progressé de 3 %, à environ 1 350 milliards d'euros. Cette hausse n'est pas considérable, mais conforte un secteur déjà puissant. Le nombre des sociétés de gestion de portefeuille a encore augmenté à la suite d'une hausse de 23 % du nombre de nouvelles sociétés agréées par l'AMF. Cela traduit le dynamisme de certains entrepreneurs qui développent de nouveaux concepts de gestion assez techniques.

Autre fait nouveau peu prévisible il y a un an et demi, l'entreprise de marché Euronext a retrouvé son autonomie dans le périmètre où elle opérait il y a dix ans, soit le marché belge, le marché français, le marché néerlandais et le marché portugais. L'entreprise a été elle-même introduite à nouveau à la cote l'été dernier. Son parcours boursier s'est révélé favorable à ses actionnaires, tandis qu'elle affiche des résultats satisfaisants. Elle opère en zone euro, avec un noyau dur d'investisseurs qui stabilise l'entreprise, puisqu'elle est détenue à 30 % par des financiers français. À côté du *London Stock Exchange* ou de la *Deutsche Börse*, cet opérateur sait jouir d'une certaine autonomie. Comme entreprise de marché, il s'est rapproché des entreprises, qui avaient pu lui reprocher par le passé de ne s'intéresser qu'aux grandes capitalisations et aux opérations dérivées d'un montant très important, lorsqu'il était intégré dans une entreprise américaine. Euronext a inversé désormais son attitude, comme en témoigne le dynamisme des introductions en bourse.

Notre maison est à la fois mobilisée vis-à-vis des émetteurs, dans la gestion d'actifs, dans la gestion des infrastructures de marché ou encore par son activité au niveau européen, notamment au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority – ESMA*), qui rassemble les opérateurs et régulateurs de marché de l'Union européenne ou encore, au niveau mondial, au sein de l'Organisation internationale des commissions de valeurs – OICV-IOSCO.

Des inquiétudes demeurent cependant, car la situation n'est pas tout à fait stabilisée. L'impact de faibles taux d'intérêt doit d'abord attirer notre vigilance. Certes, la politique des banques centrales est sans doute nécessaire pour relancer la croissance, mais cette médaille a tout de même son revers. Quelle est en effet la capacité des banques et des sociétés d'assurances à vivre sans risque dans un environnement si atypique, puisque les taux d'intérêt nominaux et réels y sont nuls, voire négatifs ? Les unes comme les autres doivent gérer le risque d'une variation possible des taux d'intérêt à tout moment. Telle doit être la préoccupation des régulateurs prudents comme des régulateurs de marché. Ces inquiétudes s'expriment au sein du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board – FSB*), qui s'intéresse aux risques systémiques.

Nous nous préoccupons ensuite de l'évolution des marchés obligataires. Certes, elle est en ce moment très positive, en tout cas très favorable aux entreprises. Si elles jouissent d'une bonne signature, elles peuvent emprunter des montants importants à de bonnes conditions sur des marchés internationaux particulièrement profonds, en émettant des *corporate bonds*. Un risque de crise obligataire demeure néanmoins. Les marchés obligataires ont ainsi donné des signes de volatilité ces dernières semaines. La Banque centrale européenne – BCE – a envoyé un message qui a permis de les inverser, mais nous devons continuer de suivre leur évolution d'un œil attentif tant que les taux d'intérêt sont aussi atypiques. Car les conditions actuelles permettent la levée de fonds considérables à des conditions favorables, mais à des taux très variables, qui peuvent affecter la liquidité du marché en cas d'évolution brutale. Les régulateurs doivent prendre en compte ces éléments comme des facteurs de risque.

La rapidité des transferts de capitaux entre places ou entre continents constitue un troisième facteur de déstabilisation, comme l'a relevé à bon escient le Fonds monétaire international. Si la politique des taux d'intérêt n'est pas gérée de manière uniforme – comme on peut s'y attendre –, le risque de transferts importants par les opérateurs est élevé. Certes, les réponses données à la crise ont permis de réduire de manière significative le risque sur les banques et de conserver sa liquidité au marché, mais elles restent porteuses de risques, différents selon les places, mais auxquels il faut rester attentif en France.

Notre mission en matière de défense de l'épargne est de protéger les investisseurs, en particulier ceux qui sont le moins informés et qui sont le plus fragiles, de façon qu'ils conservent leur confiance dans les marchés financiers. Comme la rémunération donnée à l'épargne classique est actuellement faible, des gens peu scrupuleux font miroiter des produits miracles sur des dizaines de sites Internet. Nous luttons ainsi contre les offres d'options binaires très risquées ou d'opérations sur les changes, qui pourraient être fructueuses pour qui connaîtrait d'avance l'évolution des monnaies, mais se révèlent en pratique, dans 90 % des cas, génératrices de graves pertes, y compris pour des épargnants avisés. Nous les déconseillons donc formellement. De nombreuses plaintes ont été déposées.

L'investissement emprunte en ce domaine des caractères du jeu. L'investisseur qui a perdu une première fois reçoit le conseil de doubler, voire de tripler, sa mise. D'autres sites constituent purement et simplement des escroqueries dont le seul but est d'obtenir le numéro de carte bancaire de l'internaute, sans que les fonds prélevés ne soient jamais utilisés sur les options retenues par l'épargnant.

Nous usons de toute la palette de moyens d'investigation dont nous disposons, ainsi que de notre pouvoir d'influence au sein de l'ESMA, car les agréments sont parfois accordés, sans contrôle effectif dans d'autres États membres de l'Union européenne, à des opérateurs qui élisent ensuite pour leurs activités un pays à épargne large comme la France.

Nous voudrions également pouvoir restreindre la publicité sur la commercialisation des produits particulièrement dangereux. Cette demande pose des problèmes juridiques à propos desquels nous avons engagé une discussion avec les services du ministère des Finances, afin de savoir si le Gouvernement peut formuler une proposition en ce sens. Permettez-moi de défendre cette option devant vous, car cette mesure devrait faire l'objet d'un examen par le Parlement. Il est difficile d'atteindre les opérateurs de sites Internet, même si nous nous y employons en demandant des jugements par référé. Cela n'empêche pas ces offres de repousser aussi vite que la mauvaise herbe. Interdire aux annonceurs la publicité sur ces sites préviendrait de manière plus efficace l'émergence des préjudices constatés.

J'en viens au projet d'union des marchés de capitaux, initiative européenne très importante. L'AMF et le Gouvernement ont répondu il y a quelques jours à la Commission européenne, chacun de leur côté, sur les différents points à propos desquels elle les avait interrogés : orientations à prendre en matière de régulation financière ; améliorations à apporter à la directive prospectus ; modalités de mise en place d'un système de titrisation (*securitisation*) à même d'améliorer le financement des entreprises. Nous voyons d'un œil favorable cette évolution. Depuis 2009, les activités des régulateurs, en Europe et ailleurs dans le monde, se concentraient sur les remèdes à apporter aux faiblesses que le système comportait. Désormais, il faut aussi, de manière positive, veiller au financement des entreprises, qui, à l'avenir, ne lèveront plus de fonds principalement auprès des banques, mais s'orienteront vers des sources de financement plus diversifiées. Nous croyons beaucoup à cette diversification. L'initiative européenne en cours paraît à même de permettre des progrès en ce sens.

Je voudrais enfin aborder le volet répressif de nos activités. En ce domaine, l'actualité était chargée en 2014. La répression des infractions financières a reposé sur une séparation entre, d'une part, la phase de l'enquête, placée entre les mains du régulateur, et des poursuites, décidées par le collège de l'AMF sur la base de l'instruction conduite, et, d'autre part, le prononcé de la peine par une commission des sanctions indépendante qui, dans le délai raisonnable d'un an ou un an et demi, a infligé des amendes allant jusqu'à 30 millions d'euros, sans préjudice des mesures disciplinaires pouvant être prises à l'encontre du contrevenant. Quand l'infraction constatée constituait l'un des trois délits boursiers, l'affaire a été transmise au parquet, toujours libre de poursuivre le contrevenant.

Désormais, depuis les décisions que vous avez citées, monsieur le président, les infractions constatées ne devront faire l'objet que d'un seul type de poursuites, que ce soit la police ou l'AMF qui enquête. Il faudra choisir entre la compétence de la commission des sanctions et la voie pénale. Nous sommes d'avis que la décision du Conseil constitutionnel, scrutée en détail, impose de définir précisément ce que sont des poursuites, car cette notion est aujourd'hui susceptible d'une interprétation large. Il reviendra donc au législateur d'en donner une définition précise. Il conviendrait qu'il se penche également sur la proposition de l'AMF, dont la chancellerie et les parquets ne sont pas éloignés, qui prévoit que le régulateur et le parquet consulte à chaque fois l'autre partie avant d'engager toute poursuite. Ainsi, l'AMF serait consultée par le parquet national financier en cas de désignation d'un juge d'instruction, ou de saisine tribunal correctionnel dans les cas simples ; de même, il consulterait celui-ci avant de notifier des griefs relatifs à l'un des trois délits boursiers.

Dans le cas où des procédures doivent être engagées, il nous semble – vous n'en serez guère surpris –, que la voie la plus efficace en matière financière, pour arriver à la fixation rapide d'une peine reposant sur des motivations claires, c'est la voie de l'AMF, car nous sommes spécialisés dans ce domaine et nous avons l'habitude de traiter ce type d'affaires, en prononçant des amendes de plus en plus importantes. La voie pénale présente cependant des avantages, puisqu'elle permet des gardes à vue, des filatures, voire des écoutes dans des cas exceptionnels ; dans les affaires les plus graves, le prononcé de peines de prison peut s'avérer dissuasif. Elle n'en reste pas moins juridiquement plus aléatoire, plus longue, plus difficile, quoiqu'elle vaille la peine d'être suivie lorsqu'il s'agit de grande délinquance financière.

Pour clarifier le dialogue institutionnel préalable aux poursuites, nous proposons donc, comme nous y invitent d'ailleurs le Conseil constitutionnel et surtout la directive européenne, de définir différemment manquements et délits, en déterminant les premiers de manière large, sans critère de gravité ni de montant, et en réservant à la définition du délit les critères de gravité, de montant, d'intentionnalité et de décalage de cours. Cet arbitrage relève du domaine de la loi et appartient donc à la représentation nationale, qui devrait se prononcer avant l'été 2016, puisque le Conseil constitutionnel a fixé le 1<sup>er</sup> septembre 2016 comme date butoir à la révision de la loi. La date d'application prévue par la directive relative aux abus de marché ne lui est d'ailleurs antérieure que de quelques semaines.

Ce sujet n'est pas simple, car le système de sanction est techniquement difficile et court le risque, s'il n'est pas correctement géré, de cesser de répondre à la nécessité d'une sanction effective, importante et rapide.

**Mme Valérie Rabault, rapporteure générale.** Ma première question portera sur la page 36 de votre rapport, où il est question de titrisation. Le droit qui s'applique en France remonte à une loi de 1988, dont l'application a été revue par un décret de septembre 2014. Quelles suggestions formuleriez-vous pour arriver à la titrisation « *simple, transparente et standardisée* » que vous appelez de vos vœux ?

Au début de votre rapport, vous évoquez des produits qui peuvent être des titres, les contrats de différence ou *contracts for difference – CFD*. Quelles sont vos inquiétudes à leur sujet ? Pour ma part, je suis préoccupée également au sujet des fonds indiciels cotés ou *exchange-traded funds – ETF* –, qui sont achetés comme des actions sans que le risque sous-jacent soit forcément visible, comme le rappelait encore récemment un article paru dans la presse anglo-saxonne.

Sur les plateformes à risques et les boîtes noires, je relève une augmentation des inquiétudes : cela est-il dû à des enquêtes plus fréquentes de votre part ou à un développement de ce type de plateformes ?

Dans un contexte de taux d'intérêt très bas, les investisseurs sont plus que jamais prêts à acquérir ou à développer des produits risqués, comme vous l'avez dit. Cela aggrave-t-il le risque de formation de bulles sur des produits spéculatifs ?

**M. Jérôme Chartier.** La fin de NYSE-Euronext et le retour d'Euronext à sa forme ancienne constituent-ils un avantage pour la place de Paris ? Je relève par ailleurs une chute des avis délivrés par le médiateur, qui passent de 400 en 2013 à 276 en 2014. Comment cela s'explique-t-il ?

L'union des marchés de capitaux constitue une question centrale. Elle devrait englober des encours de 8 500 milliards d'euros, si l'on fait référence aux chiffres de 2013. À produit intérieur brut équivalent, cela représente deux fois moins que les marchés de capitaux américains, et plus de trois fois et demie moins que le marché de capitaux suisse. N'y a-t-il pas un vrai problème de performance en Europe ? Je suis très favorable à l'émergence de cette union, mais ne risque-t-elle pas d'advenir au détriment de la place de Paris ? Le nombre de fonds inscrits à la cote a baissé de 12 % en cinq ans, passant de 12 200 à 11 542.

Pensez-vous que les premiers travaux du comité « Place de Paris 2020 », institué en juin 2014, vont permettre à la place de Paris d'être suffisamment forte pour rayonner dans cette union des marchés de capitaux ? Saura-t-elle s'imposer vis-à-vis de ses vingt-sept concurrentes européennes pour être la grande gagnante de cette évolution ?

**M. Michel Vergnier.** Dans les affaires d'abus de marché, comment faudra-t-il départager à l'avenir l'AMF et le parquet ? Quelles affaires seront-elles réservées à l'une, quelles affaires à l'autre ? Les compétences de l'AMF et celles du pouvoir judiciaire paraissant difficiles à concilier, ne serait-il pas préférable d'instituer un tribunal des marchés financiers ?

**Mme Véronique Louwagie.** Monsieur le président, vous nous avez fait part de vos inquiétudes quant aux risques relatifs à l'évolution des taux d'intérêt, à la volatilité des marchés obligataires et aux transferts de capitaux. Quelles suggestions formulez-vous pour maîtriser ces risques ?

Vous avez veillé à ce que les investisseurs soient mieux protégés contre les opérateurs peu scrupuleux. Quel est le volume des transactions douteuses constatées ? S'agit-il d'un phénomène marginal ou bien les montants sont-ils importants ?

Enfin, vous avez évoqué un projet de loi visant à une meilleure protection des épargnants. Mais ne vaudrait-il pas mieux un texte européen à ce sujet, faute de quoi la France risquerait de se retrouver isolée ?

**M. Charles de Courson.** Quel rôle l'AMF joue-t-elle dans la surveillance des *hedge funds* ? Quelles sont ses intentions en ce domaine ?

Vous avez évoqué l'articulation des recours devant les tribunaux et du pouvoir de sanction de l'AMF : une mobilité du personnel existe-t-elle entre la brigade financière et l'AMF ? Elle faciliterait sans doute la coopération.

J'ai relevé que vous faisiez quelques visites mystères : quels résultats donnent-elles ? Leur nombre me paraît bien modeste.

Comment analysez-vous et contrôlez-vous les algorithmes qui permettent le traitement automatisé des ordres de bourse ? C'est l'une de vos compétences nouvelles, je crois.

Enfin, quel bilan tirez-vous des pratiques du gouvernement d'entreprise ? Je plaide pour que l'assemblée générale des actionnaires fixe l'ensemble des éléments de rémunération des dirigeants et n'adoptent pas seulement un avis à ce sujet. Je suis étonné que vous fassiez référence sur ce point aux travaux de l'Association française des entreprises privées – Afep – et du Mouvement des entreprises de France – Medef –, plutôt qu'à ceux du législateur. Dans certaines assemblées générales, le ton monte désormais, quand les résultats ne sont pas bons mais que la rémunération des dirigeants progresse. Le mode de rémunération actuel ne risque-t-il pas d'induire une stratégie court-termiste chez les managers ?

**M. Éric Alauzet.** Le niveau de la spéculation n'a-t-il pas désormais rattrapé, voire dépassé, le niveau d'avant 2008 dans les établissements financiers ? Le resserrement des ratios prudentiels, qui a certes favorisé l'assainissement des bilans, n'a-t-il pas aussi favorisé la finance de l'ombre ou *shadow banking* ? La titrisation, qui intéressera bientôt également les petites et moyennes entreprises, ne les exposera-t-elle pas à des accidents ?

**M. Alain Fauré.** Comment envisagez-vous à l'avenir les formes du financement des petites et moyennes entreprises par les marchés ? À ce sujet, quelles sont les pistes pour réguler le financement participatif et la titrisation ? L'afflux de liquidités ne peut-il entraîner des perturbations sur le marché ?

**M. le président de l'Autorité des marchés financiers.** En matière de titrisation, l'application de la législation française ne pose pas problème. Mais quand les bilans bancaires sont contraints, les banques doivent pouvoir refinancer les prêts qu'elles consentent aux entreprises, si elles doivent continuer de leur en octroyer. Aujourd'hui, cela leur est aisé grâce au dynamisme du marché obligataire et à l'action de la BCE, qui rachète énormément de créances. Par rapport aux États-Unis, la titrisation, déjà faible en 2007-2008, a toutefois chuté depuis cette date ; mal gérées, certaines opérations avaient en effet pu mener à des catastrophes.

Nous sommes à la recherche d'un modèle juridique qui permettra des opérations au volume plus important, quand les conditions économiques et financières seront réunies. Le modèle d'organisation de l'organisme émetteur devra aussi prévenir les conflits d'intérêt, garantir la transparence sur la qualité des créances entrées dans le fonds de titrisation ainsi qu'un bon niveau de liquidité. L'investisseur ne doit pas pouvoir se retrouver, comme aux États-Unis, devant un « pont d'huile », par lequel les créances acquises sont en réalité gagées sur d'autres créances. Telle est notre préoccupation principale.

**M. Alain Fauré.** Quels seront les garde-fous pour encadrer la demande de financement, qui sera certainement très forte ? Aux États-Unis, une créativité désordonnée a débouché sur des solutions dénuées de sens.

**M. le président de l'Autorité des marchés financiers.** Ne nous trompons pas de diagnostic sur la titrisation aux États-Unis, qui a très bien fonctionné pendant des années. Des dérives ont eu lieu, mais le modèle n'est pas forcément mauvais en lui-même. Les obligations y sont ainsi émises en contrepartie de créances. La manière dont ces créances sont constituées, l'information sur leur émetteur et l'indépendance du vendeur, qui ne doit pas entrer dans un conflit d'intérêts avec le producteur de la créance, doivent faire l'objet d'une attention particulière.

Nous suggérons quant à nous que le gérant du fonds de titrisation soit agréé, qu'il livre des informations sur ses relations avec celui qui est à l'origine de la créance et qu'il justifie comment le prêteur initial, ou originateur, conserve 5 % du risque dans son propre bilan.

En France, les fonds de titrisation fonctionnent, mais ils restent très limités. L'initiative en cours est européenne. Si, dans quelques années, un nouveau modèle européen de titrisation robuste inspire confiance, cela sera utile aux entreprises. Un label pourrait être mis en place. Cela prendra toutefois du temps, car des obstacles demeurent. Sur le plan juridique, les opérations tranchées doivent être distinguées des autres, en droit européen, tandis que les rôles des différentes parties prenantes sont mal définis et peuvent varier selon les pays. Une mise en ordre juridique s'impose. Sur le plan économique et financier, le bas niveau des taux d'intérêt a pour corollaire un coût excessif de la titrisation ; les emprunts immobiliers français sont souscrits aujourd'hui à des taux trop bas pour être titrisés de manière attractive, à moins d'un changement de la politique d'octroi des prêts. Les circonstances devraient cependant évoluer, et nous devons raisonner sur le long terme. Dans le futur, le marché pourrait être intra-européen, au sens où les créances sur prêts immobiliers pourraient être achetées par les investisseurs de pays voisins.

Quant aux *CFD*, il s'agit d'investissements spéculatifs, puisque l'achat ne porte pas sur le titre sous-jacent, mais donne seulement droit à la plus-value qui s'y attache, ou vous en fait payer la moins-value, en fonction de l'évolution du titre. Ce produit dangereux présente donc un fort potentiel de gains... ou de pertes. Les investisseurs en mésestiment souvent la dangerosité et les coûts de gestion. Si, en outre, les produits concernent le marché des changes, rien ne va plus. Nous avons mis en garde contre ces produits la fraction du public la plus susceptible de céder à des offres peu sérieuses. En volume, cela représente, madame Louwagie, quelques dizaines de millions d'euros de pertes chaque année. D'un point de vue macro-économique, ce n'est pas considérable ; mais cela peut recouvrer des cas individuels dramatiques, quand certaines des milliers de victimes perdent 20 000, 30 000 ou 40 000 euros, ce qui représente parfois l'épargne de toute une vie. Plusieurs centaines de plaintes ont été déposées.

Il y a plusieurs façons de subir un dommage. Ces produits Forex ou ces options sont de toute façon des produits spéculatifs. Même s'ils sont vendus par un acteur agréé et qu'ils sont commercialisés avec précaution, le risque demeure et il faut raisonnablement s'attendre à une perte. Mais le site n'est parfois agréé qu'ailleurs dans l'Union européenne, où les contrôles sont quelquefois moins stricts ; nous faisons alors pression sur le régulateur du pays d'origine. Enfin, certains ne sont enregistrés nulle part et ouvrent un site Internet en violation directe de la loi. Ils n'ont d'autre but que de faire la chasse aux numéros de cartes bancaires. Une des dernières escroqueries consistait à appeler en se faisant passer pour l'AMF et en demandant une provision au titre d'une procédure à ouvrir sur des pertes déjà constatées... C'est une jungle ! Notre liste noire répertorie précisément ces sites de démarchage qui ne jouissent pas d'un agrément. Des actions juridiques sont lancées contre eux. Il est cependant aisé d'ouvrir rapidement un autre site. Lutter contre la publicité serait donc à notre sens plus efficace.

Il ne saurait y avoir de parade totale contre des risques tels qu'une crise obligataire, une crise de liquidité ou des pertes au bilan d'un assureur dues à une remontée subite des taux d'intérêt. À la tête de la Réserve fédérale américaine, Mme Janet Yellen gère avec tact la remontée des taux, en opérant de la manière la plus progressive possible, sans à-coups. Les variations brutales de la valeur du papier viennent en effet d'une prise de conscience soudaine par le marché qu'il doit réviser ses prévisions, fondées sur des éléments qui se révèlent obsolètes.

Quant à la gestion d'actifs, il faut tester avec les grands gérants de fonds obligataires la résistance à une variation de la liquidité de leurs actifs sous-jacents, afin d'évaluer leur solidité dans le cas où beaucoup d'épargnants se retireraient en quelques jours. Si une vraie difficulté surgit, l'attitude des banques centrales sera naturellement un facteur important. On peut s'attendre à ce qu'elles ajustent le cas échéant leur politique pour éviter une crise. Quant à nous, nous surveillons la gestion d'actifs en ne cessant d'exiger la transparence. Telle est la réponse que nous pouvons apporter comme acteur de marché.

NYSE-Euronext n'était pas plus favorable à la place de Paris. Le mariage d'Euronext avec le New York Stock Exchange n'était pas si complet, puisque la priorité des responsables de l'entreprise allait plutôt au *London International Financial Futures and options Exchange* – LIFFE –, qu'au marché des actions de Paris. La situation nouvelle pourrait être plus favorable aux entreprises françaises.

Si notre médiatrice rend apparemment moins d'avis, cela n'est dû qu'à un ressaut dans les chiffres. Une affaire de masse a gonflé les chiffres une année. Sur longue période, le nombre de médiations est plutôt en augmentation.

**M. Jérôme Chartier.** Pourtant, le nombre d'avis rendus chute.

**M. Benoît de Juvigny, secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers.** Assez intense, l'activité de médiation se déroule parfois hors du champ de nos statistiques, lorsque les réclamations ne relèvent pas d'une problématique financière et sont redirigées vers la médiation de l'assurance ou de la banque.

**M. Jérôme Chartier.** L'écart n'en demeure pas moins important entre 2013 et 2014.

**M. le président de l'Autorité des marchés financiers.** Il faut considérer la série sur plusieurs années.

Pourquoi les marchés financiers jouent-ils en France un rôle moins important qu'aux États-Unis ? L'évolution actuelle a ceci de paradoxal qu'une crise née dans les banques d'affaire aux États-Unis aboutit à un changement de modèle en Europe par lequel se développe l'accès aux marchés, en s'éloignant du modèle européen de banque universelle qui avait pourtant traversé la crise. Compte tenu de la régulation bancaire adoptée au niveau international, nous devons néanmoins encore faire des progrès par rapport à la Suisse ou aux États-Unis, que nous ne rattraperons pas en quelques années.

Quant à savoir si le projet d'union des marchés des capitaux se réalisera au détriment ou au bénéfice de la place de Paris, cela reste à voir. Nous ne sommes pas idéalement placés pour tirer partout des atouts de l'unification et il y a un risque que Londres continue d'attirer la matière. En France, nous profitons certes d'une épargne abondante, d'un secteur de gestion robuste, de la présence de grandes entreprises et d'infrastructures de marché solides, de sorte que nous devrions pouvoir conserver notre position. Mais des gains qui iraient au-delà de ce *statu quo* sont peu probables. Malgré de nombreux accidents, Londres bénéficie de sa proximité avec les États-Unis, de l'usage de l'anglais, d'un régime de rémunération des acteurs plus avantageux et d'une fiscalité plus faible et plus favorable aux investisseurs.

Le point plus important à mes yeux, c'est que les entreprises françaises aient accès à une place française. En 2011, j'avais rédigé, à la demande du Gouvernement, un rapport avec M. Thierry Giami sur le financement des petites et moyennes entreprises par le marché. La plupart des entreprises françaises reconnaissent ne plus avoir de relation correcte avec l'entreprise de marché et s'en défiaient. Cela pouvait devenir préoccupant et dangereux sur le plan économique. La tendance commence cependant de s'inverser. Une compétition demeure cependant inéluctable entre les différentes places. Nous devons tirer parti de nos atouts, mais les Allemands et les Britanniques ont aussi les leurs. Le comité « Place de Paris 2020 » s'est déjà réuni deux fois...

**M. Jérôme Chartier.** ... une seule fois, si vous ne comptez pas la réunion constitutive !

**M. le président de l'Autorité des marchés financiers.** En tout cas, les travaux s'y poursuivent, même si un désaccord au sujet de la taxation des transactions financières a fait surgir des tensions entre ses membres et le Gouvernement.

Quant à la création d'un tribunal des marchés financiers, nous la jugeons séduisante dans le principe, comme vous l'aurez lu dans notre rapport, mais elle est audacieuse et compliquée à mettre en œuvre sur le plan juridique, car il s'agirait d'établir un tribunal d'exception. La chancellerie est sceptique quant à la possibilité de mettre en œuvre de cette façon deux régimes de sanctions différents, à savoir la prison et des peines financières relevant de la technique financière pure. Ce n'est pas en tout cas la voie suivie.

Comment le partage entre le parquet et l'AMF pourra-t-il s'opérer ? Le choix sera cornélien, mettant en balance la rapidité des sanctions financières et l'intérêt de faire porter un opprobre sur la personne condamnée à une peine de prison. À mon sens, une peine financière rapide et appliquée dans les règles s'avère la meilleure réponse dans la plupart des cas. La voie judiciaire ne serait suivie que là où le législateur aurait défini de manière stricte

l'infraction pénale. Le Conseil constitutionnel a en effet critiqué la similarité entre l'infraction définie dans le règlement général de l'AMF et l'infraction définie dans le code pénal, ainsi que la confusion qui en résulte. Il serait logique de distinguer les deux.

S'agissant du traitement européen des sujets liés au Forex, l'une des directives relatives au secteur financier donne la capacité à l'*ESMA*, à partir de 2017, de prendre des mesures restrictives, en coordination avec les régulateurs nationaux, sur des produits complexes et dangereux. Au sein de l'*ESMA*, les experts réfléchissent aux conditions de mise en œuvre de cette interdiction. Dans l'attente de cette mise en œuvre, nous proposons d'autres moyens d'action.

Concernant le rôle de l'AMF dans la gestion des *hedge funds*, il faut d'abord dire que la plupart d'entre eux sont gérés non de France, mais de Londres. La place de Paris n'est pas celle où les gérants se livrent aux opérations les plus risquées, avec fort effet de levier. Nous sommes néanmoins offensifs quand des opérations concernent des titres français. Notre commission des sanctions a pris des sanctions importantes en 2014 contre l'utilisation d'informations privilégiées par les gérants d'un *hedge fund* américain.

La limitation des effets de levier ferait partie des mesures à prendre pour lutter contre les risques systémiques. La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (*alternative investment fund managers directive – AIFM*) ne va pas assez loin en ce domaine.

Pour ce qui est de la mobilité du personnel, certains juges d'instruction ou certains membres du parquet ont travaillé par le passé comme magistrats auprès de l'AMF, tandis que la brigade financière y détache deux à trois personnes. Les personnes intéressées par le suivi de ces sujets constituent en tout état de cause un monde limité à une centaine de personnes sans doute.

Très spécialisé, le parquet national financier, même si son champ de compétences dépasse la seule délinquance boursière telle qu'en connaît l'AMF, est devenu pour elle un interlocuteur privilégié, avec lequel elle entretient des relations étroites et positives. En amont des affaires, lorsque des investigations ont lieu ou que des soupçons se forment, il peut interroger l'AMF et échanger avec elle, conformément à une loi récente, les éléments disponibles. La question du choix entre le type de poursuites ne se pose qu'ensuite, lorsqu'il faut trancher entre les contraintes de la voie pénale et la commission des sanctions de l'AMF, organisme technique.

Quant aux visites mystères, nous en rendons régulièrement. Nous en effectuerions davantage si nous disposions de plus de moyens, mais elles sont déjà assez nombreuses pour avoir un effet pédagogique. Les comptes rendus qui en sont donnés montrent aux responsables des établissements financiers de quelle manière leurs consignes et instructions sont respectées dans leur réseau.

**M. Charles de Courson.** Si, dans 80 % des cas, les clients se voient proposer de l'assurance vie, n'est-ce pas dû aux commissions intéressantes qui sont perçues par le vendeur s'ils acceptent ?

**M. le président de l'Autorité des marchés financiers.** C'est possible.

Pour ce qui est de l'analyse des algorithmes, non moins de quatre cents d'entre eux ont été déposés auprès de nous en vertu de la loi de séparation bancaire. Il s'agit d'un travail techniquement difficile, comme le secrétaire général de l'AMF pourrait en témoigner

encore mieux que moi, puisque c'est lui qui diligente les enquêtes. Nous menons des investigations poussées portant notamment sur le temps de latence des algorithmes, souvent de quelques microsecondes seulement, et sur la possibilité d'un bourrage du carnet d'ordres susceptible d'orienter les cours. Nous avons embauché des ingénieurs financiers pour mener à bien ces analyses. Le Parlement a donné un signal en obligeant les opérateurs à déclarer leurs algorithmes, en garantissant ainsi à l'AMF un accès à ces données. Il faut encore faire des investigations plus poussées sur des opérations données.

**M. Charles de Courson.** Parviendrez-vous à un classement des algorithmes en fonction de leur niveau de risque ? Ce serait une information intéressante pour l'épargnant.

**M. le président de l'Autorité des marchés financiers.** Nous nous intéressons plutôt à la possibilité de manipulation. L'utilisation de l'algorithme dans certaines circonstances de marché peut également donner lieu à des dérapages. Je suis très réservé au sujet du *trading* haute fréquence faisant par définition appel à des algorithmes.

**M. Charles de Courson.** Il faudrait l'interdire sous un certain seuil.

**M. le président de l'Autorité des marchés financiers.** On peut en tout cas redouter que les épargnants traditionnels soient écartés des marchés, car les marges y seraient écrêtées par des spécialistes. La frontière entre l'habileté et la manipulation est cependant difficile à établir avec netteté. L'autre risque est celui que, dans des conditions exceptionnelles, ces algorithmes dysfonctionnent et conduisent à un accident de marché. Mais nous n'avons pas encore diagnostiqué d'algorithme présentant comme tel ce danger.

En matière de gouvernement d'entreprise, nous voulons un respect des règles. Certains esprits forts prétendent que l'obligation de transparence a plutôt été un facteur accélérateur dans le domaine des rémunérations. L'assemblée générale des actionnaires intervient désormais dans le processus. L'AMF s'attache à vérifier que l'information fournie était honnête et que les critères ainsi fixés *ex ante* sont bien respectés.

S'agissant des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire, le risque que le financement bancaire ralentisse pour elles peu à peu n'est pas à écarter, même s'il ne se réalise pas pour le moment. L'encours des crédits qui leur sont accordés progresse même de 1 % à 2 % par an. L'accès au financement n'est donc pas un frein considérable à la croissance. Pour développer une solution alternative au financement bancaire, le secteur du capital-risque, déjà fort en France, doit encore se développer, même si les banques et assurances sont moins enclines à prendre des risques dans ce secteur du fait des contraintes prudentielles. La Banque publique d'investissement a cependant stimulé les opérations en ce domaine.

Ensuite, le marché obligataire s'ouvre à des entreprises de plus petite taille, grâce aux *euro private placements* ou Euro PP, ou encore aux *Schuldscheine* en Allemagne. Comme régulateur, l'AMF suit ce développement de près, car le risque est plus fort pour l'épargnant. La titrisation offre une dernière possibilité, mais ce ne devrait pas être sur ce terrain qu'elle se développe le plus rapidement. D'autres créances bancaires sont plus faciles à titriser. Les crédits octroyés aux entreprises méritent à mes yeux de garder plutôt leur place dans le bilan des banques. Il ne faudrait cependant pas exclure la vente de paquets de créances sur des entreprises de taille intermédiaire, qui seraient vendues en lot, comme le droit le permet.

Enfin, des gérants d'actifs proposent désormais des fonds de prêts. L'épargnant qui achète une part dans un organisme commun de placement est averti qu'elle sera utilisée à des fins de rachat de créances d'entreprises ou d'autres créances. Comme en matière de titrisation, l'AMF veille à la prévention des conflits d'intérêts entre le gérant du fonds et l'émetteur de la créance. Les solutions se développent. Il y a donc plusieurs réponses au besoin de financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire.

Quant au financement participatif ou *crowdfunding*, nous mettons en œuvre le dispositif législatif adopté l'an dernier, en examinant les demandes d'agrément de conseillers en investissement participatif, qui peuvent mener ces opérations avec des fonds propres limités et sous réserve de certaines obligations de transparence. Sur le fondement de certaines expériences nationales, telle l'expérience britannique, un cadre européen pourrait voir le jour. Pour l'instant, le cadre français doit se développer sans faire naître de plaintes de la part des investisseurs qui perdront leur mise. Car ces opérations sont risquées. Nous devons attirer l'attention des investisseurs sur ce point, en les invitant à réfléchir à la part de leur patrimoine qu'ils doivent y consacrer, mais aussi à diversifier leurs placements, car les taux de rendement seront très inégaux. Un apprentissage reste donc à faire. Le cadre actuel mérite cependant d'être conservé.



## **Membres présents ou excusés**

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

Réunion du mercredi 20 mai 2015 à 16 h 15

*Présents.* - M. Éric Alauzet, M. Gilles Carrez, M. Jérôme Chartier, M. François Cornut-Gentille, M. Charles de Courson, Mme Marie-Christine Dalloz, M. Alain Fauré, M. Marc Goua, Mme Véronique Louwagie, M. Jean-François Mancel, Mme Christine Pires Beaune, Mme Valérie Rabault, M. Michel Vergnier

*Excusés.* - M. Guillaume Bachelay, M. Dominique Baert, M. Étienne Blanc, M. David Habib, M. Éric Woerth

