

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

X V ^e 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. Robert OPHELE, président de l'Autorité des marchés financiers, sur le rapport annuel de l'Autorité ainsi que sur les mesures prises en réponse à la crise..... 2
- Présences en réunion 14

Jeudi

7 mai 2020

Séance de 9 heures

Compte rendu n° 59

SESSION ORDINAIRE DE 2019-2020

Présidence de

M. Éric Woerth,

Président



La commission entend M. Robert Ophèle, président de l'Autorité des marchés financiers, sur le rapport annuel de l'Autorité ainsi que sur les mesures prises en réponse à la crise.

M. le président Éric Woerth. Nous recevons ce matin M. Robert Ophèle, président de l'Autorité des marchés financiers. Il présentera le rapport annuel de cette autorité, dont la récente publication s'inscrit cette année dans un contexte économique très particulier. Si l'on peut se féliciter de la robustesse des infrastructures de marché, force est de constater que les volumes échangés et la volatilité des titres ne sont pas ordinaires. Le fait que de nombreuses sociétés aient annoncé renoncer à verser les dividendes initialement prévus est un indice supplémentaire de cette situation extraordinaire.

Dans ce contexte, l'AMF n'est pas resté inactive : elle a notamment mis en œuvre dès le 17 mars une interdiction des positions courtes sur actions, interdiction qu'elle a décidé de prolonger jusqu'au 18 mai. C'est pourquoi nous serons très intéressés de vous entendre, non seulement sur le bilan de l'année 2019 pour votre autorité, mais également sur la crise actuelle et les questions qu'elle pose en matière de régulation des marchés financiers.

Enfin, je me permets de mentionner votre récente communication du 28 avril sur l'activisme actionnarial, qui rejoint les questions que nous avons eu l'occasion de soulever, avec M. Benjamin Dirx, à l'automne dernier, à l'issue des travaux d'une mission d'information dont nous étions les rapporteurs. Je ne peux que me réjouir de voir que plusieurs de vos préconisations rejoignent certaines des propositions que nous formulions. Vous nous direz également ce qu'il en est au plan européen sur ce sujet. Les affaires récentes montrent en tout cas qu'il reste d'actualité malgré la crise.

M. Robert Ophèle, président de l'Autorité des marchés financiers. Merci de me consacrer quelques instants dans cette période chargée. Il y aurait bien des éléments à évoquer au titre du rapport annuel de 2019 mais je vais consacrer mes propos introductifs aux événements récents, à l'action de l'AMF au cours de cette période, aux défis à venir, et enfin à certains des éléments que vous avez mentionnés.

La crise sanitaire est devenue une crise économique et financière dans la dernière semaine de février, soit environ un mois après le début du confinement de Wuhan, lorsqu'on a pris conscience qu'elle ne pourrait pas être circonscrite mais qu'elle allait toucher tous les grands centres économiques mondiaux. Les divers confinements qui se sont enchaînés ont mis à l'arrêt une part importante de l'activité productive et se sont traduits par de complexes problèmes opérationnels pour la partie qui continuait à fonctionner, conjuguant ainsi un choc d'offre et un choc de demande. Naturellement, les marchés financiers ont rapidement et vivement réagi et la crise sanitaire est devenue une crise financière, en anticipation de la crise économique qui paraissait inéluctable, même si ni son ampleur ni sa durée ne pouvaient être anticipées.

Je me limiterai ici à notre perception, à l'AMF, de la crise, à nos actions au cours de la période récente, et je conclurai sur les défis des prochains mois.

Notre action s'est déployée dans nos quatre domaines de responsabilité : les marchés et leurs infrastructures, les émetteurs, la gestion d'actifs et les épargnants. Mais pour la comprendre il faut la mettre dans la perspective d'une conviction qui a animé l'AMF et son

collège : malgré les difficultés à assurer une valorisation des actifs, malgré les difficultés opérationnelles à assurer la continuité d'activité, il faut garder les marchés ouverts ; ils sont essentiels au financement de l'économie dans la période de crise et ils seront essentiels pour financer la reprise de l'activité.

Les marchés et leurs infrastructures ont traversé une période de grande turbulence. De façon quasi inédite, la valorisation de toutes les classes d'actifs a baissé au cours de la première quinzaine de mars. Tout a baissé. Il n'y a pas eu d'arbitrage entre différentes classes d'actifs qui en aurait fait monter certains et baisser d'autres.

Personne n'a été épargné au cours de cette période, même si l'ampleur du choc n'est pas identique et si le rebond ultérieur a pu varier selon les classes d'actifs. À l'intérieur des classes d'actifs, les écarts sont nets si l'on distingue les qualités de signature pour les marchés de dette, ou les secteurs économiques pour les marchés actions. À titre d'exemple, la composante bancaire de l'indice SBF 120 a décroché beaucoup plus nettement que l'indice global. Nous portons d'ailleurs à ce secteur une attention particulière compte tenu de son caractère systémique.

L'action de l'AMF s'est matérialisée dans trois directions : d'abord, dans le bon fonctionnement des coupe-circuits dans ces périodes de grande volatilité où ils ont dû être déclenchés de façon très fréquente – par exemple plus de 3 000 fois le 16 mars sur Euronext – ; ensuite, dans les aménagements acceptables pour la passation des ordres de marché en confinement – c'est-à-dire en dehors des locaux professionnels – afin d'assurer une piste d'audit de qualité ; enfin, dans ce qu'on appelle un peu rapidement l'interdiction des ventes à découvert et qui n'est en fait qu'une restriction des positions courtes nettes.

Puisque vous avez marqué un intérêt particulier pour ce sujet, je voudrais dire un mot sur les coupe-circuits et sur les ventes à découvert.

Les coupe-circuits jouent un rôle essentiel pour éviter l'emballement incontrôlé des marchés. Ces interruptions temporaires permettent aux acteurs de réexaminer la situation et de reprendre les transactions de manière plus ordonnée ; les seuils de déclenchement et les durées de suspension varient en fonction des instruments et du temps de décalage. Ils ont été revus en France en 2017 après l'affaire Vinci pour abaisser les seuils et allonger la durée d'interruption. Il faut toutefois trouver le bon équilibre car les valeurs en question sont traitées sur de nombreuses plateformes et il n'y a, à ce stade, aucune approche européenne coordonnée des dispositifs de coupe-circuit : chaque plateforme a ses propres règles et, lorsque vous suspendez sur une plateforme, les transactions continuent généralement sur les autres. De plus, si vous interrompez trop longtemps les transactions, vous faites courir un risque aux *market makers*, qui ne peuvent plus retourner leur position et prennent le risque d'un décalage encore plus important à la reprise des cotations du fait de l'accumulation des ordres pendant la période d'interruption.

Nous avons donc observé avec attention le fonctionnement des coupe-circuits sur Euronext au cours du mois de mars et, même si un allongement de leur durée aurait pu être bénéfique en cas de suspension répétée d'un même titre, on peut considérer que globalement le système a bien fonctionné. J'en profite pour évoquer brièvement une idée émise par certains : supprimer la cotation en continu au profit du seul *fixing* de clôture. Cela s'apparente à une suspension plus longue que les suspensions classiques, mais, pour les raisons déjà évoquées, cela n'est envisageable qu'au niveau européen et c'est donc impossible aujourd'hui.

L'interdiction des ventes à découvert fait traditionnellement l'objet de controverses. Certains considèrent que c'est une mesure inefficace, voire contre-productive, car elle limite la liquidité des marchés et la capacité d'acheter des valeurs. Par exemple, je ne peux pas acheter le CAC sans l'aéronautique si je ne peux pas vendre Airbus à découvert après avoir acheté l'indice. D'autres considèrent que c'est une mesure indispensable qui aurait dû être déclenchée plus tôt, voire devrait être permanente.

Soyons clairs, dans un marché uniformément orienté à la baisse avec des incertitudes considérables sur l'ampleur future de cette baisse, les ventes à découvert apportent peu à la formation des prix, et leur montée, qu'on a vu se dessiner lors de la première quinzaine de mars, juste avant notre décision d'en restreindre l'autorisation, peut avoir une influence pro-cyclique particulièrement malvenue.

Nous avons la capacité réglementaire de l'éviter, nous devons donc l'utiliser. La question est plutôt de savoir pourquoi cette mesure n'a pas été prise au niveau européen. La crise n'est pas spécifiquement différente d'un pays à l'autre : elle n'affecte pas très différemment Air France et Lufthansa, Klepierre et Unibail-Rodamco... Il y aurait donc une logique forte à avoir une réponse commune, ce que les textes prévoient du reste puisque l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a le pouvoir de restreindre les ventes à découvert au niveau de l'Union. C'est bien faute de pouvoir obtenir cette réponse commune que cinq pays de l'Union – la France, l'Italie, l'Espagne, la Belgique et l'Autriche – ont eu recours à une mesure nationale. Naturellement, il s'agit d'une mesure exceptionnelle qui n'a pas vocation à perdurer, notamment lorsque les volumes et la volatilité se régularisent et lorsque le marché devient plus sélectif. Son abandon serait donc une excellente nouvelle car il refléterait la normalisation du marché.

Un mot bref sur les défis opérationnels auxquels ont dû faire face les infrastructures de marché. Le pic observé des volumes d'opérations sur Euronext en donne une idée. Cela a également été un défi opérationnel pour les chambres de compensation et pour le circuit de règlement-livraison chez les dépositaires centraux. Chez Euroclear, l'accumulation des opérations et le travail en confinement ont fait augmenter temporairement les suspens. L'AMF a surveillé cela de près jusqu'à ce qu'ils reviennent à des niveaux convenables.

J'en viens au chapitre des émetteurs, qui sont le cœur de l'écosystème financier car les marchés sont d'abord là pour contribuer à leur financement. C'est l'information qu'ils donnent qui est à la base d'une bonne formation des prix. Nous les avons accompagnés dans deux domaines : la communication financière et l'organisation de leurs assemblées générales.

La communication financière est particulièrement importante dans des périodes de bouleversements profonds, qui sont propices aux informations privilégiées et aux fausses rumeurs et où les investisseurs ont besoin d'une « guidance » actualisée. Tout en étant conscients de la difficulté de l'exercice, nous avons fortement incité les émetteurs à communiquer au marché leur analyse de l'impact du Covid-19 sur leur activité et sur leur situation financière. S'agissant des publications périodiques, nous avons décliné, avec l'Autorité des normes comptables en France et avec l'ESMA au niveau européen, l'approche comptable des pertes attendues pour le système bancaire et précisé le recours aux indicateurs alternatifs de performance dans le cadre de l'arrêté trimestriel qui est, je le rappelle, facultatif. Dans le même registre, j'appelle l'attention sur l'échéance des comptes semestriels, qui n'est, elle, pas facultative. Elle sera décisive car c'est un arrêté qui prendra en compte les effets de la crise sanitaire de façon plus complète et qui pourra servir de référence pour de futurs appels publics à l'épargne. Leur établissement présentera de nombreux défis, par exemple celui des

tests de résistance sur les *goodwills*, dont le résultat peut être redoutable et qui ont besoin d'être réalisés sur la base de scénarios qui restent encore particulièrement délicats à établir. Nous travaillons avec nos partenaires habituels sur ce sujet.

La communication financière est particulièrement importante lorsque l'on sollicite le marché. Si les émissions d'actions ont été stoppées par la crise, le marché obligataire a rapidement rouvert à la suite des annonces de la Banque centrale européenne (BCE) et de son programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Les émetteurs français ont voulu très rapidement mettre à profit cette réouverture. Nous les avons accompagnés en visant un nombre exceptionnellement élevé de prospectus ; la progression par rapport à la même période en 2019 est spectaculaire, tout comme l'augmentation des crédits bancaires aux entreprises.

S'agissant des assemblées générales, la faculté ouverte de les tenir à huis clos permet de clore dans des délais normaux l'exercice 2019 mais elle constitue un défi pour le maintien d'un dialogue actionnarial de qualité. Nous avons recommandé un certain nombre de bonnes pratiques et porté une attention toute particulière aux assemblées générales sensibles avec, en particulier, notre communication de ce dimanche 3 mai. Comme vous l'avez indiqué, monsieur le président, l'AMF a publié la semaine dernière une contribution consacrée à la question de l'activisme actionnarial, précisément dans le but de renforcer la qualité de ce dialogue actionnarial.

La question des dividendes a suscité des débats et des hésitations. Alors que les résultats de 2019 sont élevés et que des dividendes significatifs pouvaient être attendus – 67 milliards d'euros pour le SBF 120 –, la crise a remis en cause la politique de distribution. Il est probable qu'*in fine* le total des dividendes versés sera réduit de moitié, du moins en l'état actuel de nos informations.

J'en viens à la gestion d'actifs. Un peu plus de 10 000 fonds sont enregistrés en France, pour un peu moins de 2 trillions d'euros d'actifs, soit 11 % des fonds européens en incluant le Royaume-Uni et la Suisse. Les objectifs de gestion sont d'une grande diversité et la gestion d'actifs a dû faire face à de nombreux défis au cours de cette période. J'en relève deux principaux qui se sont souvent conjugués.

Le premier est celui de la bonne valorisation des actifs. La chute des valorisations a été brutale. Dans certains cas, les sociétés de gestion ont été confrontées à une absence de valorisation fiable en raison de l'inactivité de certains marchés. Ce fut évidemment le cas pour les actifs non cotés, mais aussi pour la partie courte de la courbe des taux et pour les obligations dites *high yield*.

Le second défi est celui de la liquidité. La liquidité des fonds a pu être délicate, en raison de retraits importants ou d'appels de marge réalisés pour couvrir, par exemple, l'évolution des positions sur instruments dérivés.

La gestion d'actifs en France a surmonté ces épreuves sans problème majeures. Les seuls retraits significatifs ont été enregistrés sur les fonds monétaires. Au-delà des retraits habituels de fin de trimestre des investisseurs institutionnels, on a enregistré des retraits de sociétés qui devaient réaménager leur trésorerie dans cette période de sous-activité et qui ont pu préférer les dépôts bancaires aux fonds monétaires, comme l'illustre la montée inédite des dépôts à vue des entreprises en mars. En quelques semaines, les retraits des fonds monétaires ont atteint 50 milliards d'euros, soit 13,5 % des encours. Les demandes ont été satisfaites. Les

assurances concernant l'accès au crédit *via* les prêts garantis par l'État ainsi que la réouverture du marché obligataire primaire à la suite des annonces de la BCE ont stoppé le mouvement de retrait. On a même observé une collecte légèrement positive ces derniers jours.

L'AMF demeure mobilisée sur le suivi des fonds ouverts. Un débat se tient au niveau international sur les bons outils pour faire face au stress de liquidité et assurer l'égalité de traitement des porteurs.

Certains épargnants ont été désemparés par ces chocs, voyant la valeur de leur épargne diminuer brutalement et devant parfois se passer de dividendes. Ils ont pu être tentés par des placements alternatifs. Nous avons vu reflourir les offres frauduleuses. L'AMF a été contrainte de multiplier les alertes, largement relayées par les médias.

Le fait marquant de cette période est le regain d'attractivité de la bourse pour les particuliers. Pendant le confinement, de nombreux épargnants, plus jeunes et moins fortunés, sont entrés sur le marché. Il faudra attendre l'intéressement et la participation pour voir si cette évolution se confirme.

Le principal défi des prochains mois est le renforcement des fonds propres des entreprises. Le recours à la dette ne peut pas couvrir tous les besoins de financement, surtout quand une partie du besoin correspond à des pertes d'exploitation. Dans certains secteurs, il faudra revoir en profondeur le positionnement des entreprises et adapter leur politique d'investissement. La capacité des entreprises à mobiliser des fonds propres au-delà des ressources publiques est une des clés de ce rebond.

Ce défi constitue aussi une opportunité pour bâtir une croissance plus responsable. Juste avant la crise, l'AMF a pu finaliser sa doctrine concernant les produits financiers relatifs à des investissements socialement responsables (ISR) et à ceux prenant en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). De ce point de vue, la confiance dans les marchés financiers est essentielle, c'est pourquoi l'AMF s'attache chaque jour à la renforcer.

Concernant les grandes évolutions à venir, il existe trois grandes lignes de force dangereuses dont il convient de modérer la portée.

Il s'agit, premièrement, de l'avènement d'une économie d'endettement. Chaque crise se traduit par une augmentation du taux d'endettement des acteurs économiques, alimentée par les politiques monétaires accommodantes mises en œuvre pour surmonter la crise puis pour soutenir la croissance économique. Cette évolution ne peut qu'accentuer la vulnérabilité de notre modèle de croissance.

La deuxième grande ligne de force est le repli national. Habituel en période de crise, il est particulièrement manifeste actuellement, et ce dans tous les domaines. L'absence de réponse européenne forte et cohérente apparaît de ce point de vue comme une occasion manquée. Dans le secteur financier, le repli national s'observe dans la composition des *pools* bancaires – les banques étrangères en sont absentes –, dans la difficulté à mener une politique commune en matière de distribution de dividendes, illustrée par les différences de traitement pour des entreprises similaires en France et en Allemagne, dans la difficulté à mener une politique commune sur les ventes à découvert, ou encore dans l'absence de mesures d'urgence au bénéfice des autorités européennes de supervision. Cela renforce la nécessité d'avoir une industrie financière forte au niveau national, à défaut d'en avoir une au niveau européen.

Troisièmement, la combinaison du repli national et des mesures de distanciation sociale aura un effet significatif sur les coûts de production, donc sur la rentabilité des activités économiques si la demande ne permet pas un ajustement par les prix.

Comment infléchir ces tendances ? En substituant des fonds propres à la dette partout où cela est possible, mais aussi en avançant vers une union des marchés de capitaux et vers une union bancaire en Europe. Une industrie financière européenne forte ne peut que renforcer notre capacité de résistance aux crises et notre capacité à financer nos activités économiques sans être dépendants d'acteurs non-résidents ou étrangers.

M. le président Éric Woerth. Les positions courtes et les ventes à terme font l'objet de contraintes plus que d'une véritable interdiction. Anticipez-vous une forte hausse des positions courtes nettes une fois que les contraintes seront levées ? N'existe-t-il pas un risque de déstabilisation des marchés ?

Quels enseignements tirez-vous de la mise en œuvre des mécanismes de coupe-circuit ? Sont-ils efficaces ? Certains paramètres devraient-ils être réformés ?

Peu de mesures ont été prises de manière coordonnée au niveau européen. Compte tenu de ce manque de coordination, avez-vous identifié des foyers de risques pouvant déstabiliser les marchés une fois la reprise enclenchée ?

La majeure partie des recettes de l'AMF provient de contributions du système financier. Quelles seront les conséquences de la crise sur le budget de l'AMF ?

Sur l'activisme actionnarial, quelles sont les probabilités que vos préconisations se concrétisent, étant donné qu'une partie d'entre elles concerne des mesures relevant du domaine de la loi ? Peuvent-elles être reprises au niveau européen ?

M. Laurent Saint-Martin, rapporteur général. Comment les introductions en bourse sur la place de Paris ont-elles évolué pendant la crise ? Ont-elles été entièrement suspendues, voire annulées ?

L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), dont l'AMF est membre, n'a pas permis de prendre des décisions collectives efficaces. Ce manque de coordination au niveau européen, notamment concernant les ventes à découvert qui n'ont été interdites que dans certains pays, a-t-il pu nuire aux indices européens et *a fortiori* français ? Quelles sont les marges de manœuvre pour rendre l'ESMA plus efficace ?

Le krach du mois de mars est difficile à analyser. Certains indices sont résilients, par exemple le S&P 500. La volatilité est forte. Quelle est votre analyse en la matière ? L'action des banques centrales contribue-t-elle à la résilience de certains indices ? Les effets de la crise sont-ils encore sous-estimés par les marchés ? La résilience observée est-elle factice ?

L'AMF jugerait-elle pertinent, dans le contexte post-Brexit, d'augmenter la taxe sur les transactions financières en réponse à la crise ?

La crise peut-elle permettre une croissance des crypto-actifs – sujet sur lequel le président de la commission des finances et M. Pierre Person ont récemment travaillé ?

Mme Bénédicte Peyrol. Ma première question porte sur la finance durable, en lien avec le rapport d'activité de l'AMF, qui y consacre une part importante, et avec la mise en

place d'une commission « Climat et finance durable » par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (APCR) en 2019. Malgré la crise, il est indispensable que les acteurs financiers continuent à faire évoluer leur portefeuille en conformité avec les orientations de l'accord de Paris. Où en sont les engagements des acteurs financiers ? Comment l'AMF compte-t-elle encourager des engagements plus ambitieux et la standardisation des objectifs au niveau européen ?

Concernant l'intervention de l'AMF au niveau européen, l'année 2019 a été une année charnière avec l'adoption de trois règlements renforçant les obligations des investisseurs en matière de transparence. Comment ces nouvelles avancées vont-elles se matérialiser à court terme pour les épargnants français ? Dans quelle mesure peuvent-elles constituer des outils de relance pour orienter les outils publics et l'épargne des Français vers des objectifs sociaux et environnementaux ?

Je me réjouis que l'AMF place l'urgence climatique au cœur de ses activités de régulation. Dans le cadre de l'examen du projet de loi pour la croissance et la transformation des entreprises, j'ai moi-même porté plusieurs amendements visant à permettre un fléchage de l'épargne placée sur les livrets A et les livrets de développement durable et solidaire (LDDS). Alors que le niveau d'épargne des ménages a fortement augmenté en raison de la crise, quelles seraient vos préconisations pour une meilleure prise en compte par les épargnants des enjeux sociaux et environnementaux ? Au-delà des mesures d'information, pourrait-on envisager des leviers plus incitatifs, comme des produits dédiés ou des avantages fiscaux ?

Mme Véronique Louwagie. Les intentions de distribution de dividendes, initialement estimées à 53 milliards d'euros, ont diminué d'environ 20 milliards d'euros. Quelle est votre appréciation sur ce taux de renonciation de 40 % ? Peut-il encore évoluer ?

Concernant le regain d'attractivité de la bourse pour les particuliers, avec 150 000 nouveaux épargnants, quels sont les secteurs d'activité dans lesquels l'épargne a été le plus investie ?

Le plan de relance budgétaire de 2008 et la politique d'assouplissement quantitatif mise en place en 2015 ont alimenté la création de bulles sur le prix de certains actifs financiers. Quelles sont aujourd'hui les mesures prises ou envisagées pour éviter des risques de même nature ?

Quelles sont les procédures et les mesures mises en place par l'AMF pour lutter contre les opérations frauduleuses ?

Mme Sarah El Haïry. L'épargne des Français a augmenté, passant de 1,5 milliard d'euros en février à 3,8 milliards d'euros en mars. Comment orienter ces flux vers l'économie réelle et vers l'économie française ?

Quel est l'impact de l'hétérogénéité des mesures prises par les pays européens ? La crise a-t-elle conduit à une évolution des débats au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers et permis d'avancer vers des positions communes plus fortes ?

Alors que la valorisation de certaines de nos entreprises stratégiques est plus faible, existe-t-il des risques de déstabilisation, notamment par le biais de prises de participation par des États ou par des « fonds vautours » ?

Mme Christine Pires Beaune. Au premier trimestre 2020, les entreprises du CAC 40 ont effacé 450 milliards d'euros de capitalisation boursière. Les performances des marchés repartent néanmoins à la hausse : le *New York stock exchange* a gagné 13 % en avril, soit son meilleur mois depuis 1987, le DAX allemand a quant à lui progressé de 9 % et le CAC 40 de 5 %. Comment expliquez-vous ces résultats ? La bourse a-t-elle un temps d'avance sur l'économie, ou bien sera-t-elle rattrapée par la crise ?

Par ailleurs, les liquidités injectées dans l'économie pour soutenir l'activité devraient atteindre 12 % du PIB mondial. Quelles en seront les conséquences à moyen et long terme pour les marchés financiers ? L'émergence de bulles sera-t-elle favorisée, et, le cas échéant, lesquelles ?

Enfin, vous avez affirmé que le confinement avait favorisé un regain d'intérêt des particuliers pour la Bourse. Vous avez esquissé un profil type de ces nouveaux épargnants, qui seraient plus jeunes et moins fortunés. Pouvez-vous nous fournir davantage de précisions, notamment concernant leurs motivations. ? Pensez-vous que cette dynamique aura des effets positifs sur le niveau de fonds propres des entreprises ?

M. Michel Castellani. Je n'évoquerai qu'un sujet, celui de la nécessité absolue de transformer notre modèle économique en profondeur afin de le rendre durable et soutenable.

Plusieurs sociétés de gestion ou autorités administratives indépendantes, dont l'AMF, ont mis en exergue l'urgence climatique et ont affirmé leur volonté d'adopter une approche sociale et environnementale. Cela est positif, si tant est qu'il ne s'agit pas de *greenwashing*.

En France, quelles évolutions normatives pourraient favoriser un recentrage sur une finance durable ? Il est nécessaire de mobiliser l'épargne privée. De nombreux produits existent d'ores et déjà : certaines sociétés proposent des contrats d'assurance vie écologiques, la France émet des OAT (obligations assimilables au Trésor) vertes... Au-delà de ces instruments, comment encourager la conception de nouveaux produits ?

Où en est le projet de création d'une unité stratégique de finance durable destinée à coordonner les travaux des équipes de l'AMF ?

Enfin, vous dirigez-vous vers l'élaboration d'un pacte vert européen consacrant un engagement commun ?

Mme Sabine Rubin. Votre rapport annuel consacre un développement important à la finance verte. Vous vous félicitez de ce que la Commission européenne ait défini de nouvelles règles en matière de transparence. Or ladite Commission a sélectionné Blackrock pour réguler la finance verte. Ce choix est-il pertinent ? Je rappelle que cette société assure la gestion des intérêts des huit plus grandes firmes pétrolières au monde et qu'elle détient des participations à hauteur de 87 milliards d'euros dans des entreprises produisant des énergies fossiles. Elle s'est opposée ou abstenue dans 80 % des cas à l'adoption de résolutions relatives au climat.

Vous avez mentionné l'échec de la concertation européenne sur la spéculation financière, notamment dans ses aspects relatifs à la vente à découvert. Nous avons pour notre part proposé de suspendre les cotations en bourse afin d'éviter tout phénomène de spéculation. Quel est votre avis sur cette proposition qui vise à prévenir l'apparition d'une crise financière ?

Comme vous, nous estimons nécessaire que les entreprises modifient leur politique de distribution de dividendes. Néanmoins cette réorientation est encore inaboutie, dans la mesure où 60 % des dividendes seront effectivement versés. Ne pensez-vous pas que la pression du Gouvernement sur les entreprises pour les inciter à réviser leurs pratiques est trop timide ?

M. Jean-Paul Dufrègne. Le tableau de l'état des marchés financiers est assez inquiétant. La crise actuelle a mis en lumière leur surévaluation. Les deux coups de semonce du mois de mars, durant lesquels des chutes importantes ont été observées, sont malgré tout restés limités.

Les banques centrales ont rapidement rassuré les marchés en annonçant de nouveaux programmes d'assouplissement quantitatif. Il est à craindre que cela ne fasse que décaler le problème, en abreuvant davantage les marchés de liquidités. Ceux-ci restent toujours surévalués et les risques demeurent nombreux.

Le niveau de dette privée est colossal, atteignant au début de l'année 2020 près de 200 % de la richesse de la planète, et il devrait encore s'accroître avec la crise. Les bilans des banques restent fragiles en Asie, mais également en Europe – je pense à la Deutsche Bank ou même à nos banques françaises.

Enfin la dépendance des actifs financiers au marché du pétrole constitue une difficulté, alors même que le cours s'effondre et que nous devons entamer la transition écologique. Ces éléments laissent à penser que les événements du mois de mars ne pourraient être qu'une première étape. L'effondrement serait important si l'un des risques cités précédemment se réalisait.

Quand j'entends certains se réjouir que de jeunes actifs investissent sur les marchés financiers ou le ministre chargé de l'économie et des finances inciter les Français à diversifier leur épargne, je suis dubitatif. Pensez-vous qu'encourager un petit épargnant ou un jeune actif à entrer sur les marchés financiers est bien raisonnable ?

Les coupe-circuits mis en place et l'interdiction temporaire des ventes à découvert ne suffiront certainement pas à juguler un potentiel effondrement. Jusqu'où iriez-vous si un tel événement se produisait ? Quelles sont les mesures de sécurité mises en œuvre pour permettre à un petit épargnant de récupérer son épargne, dans un climat aussi incertain que celui que nous connaissons ?

Mme Valérie Petit. Vous avez insisté sur la nécessité de renforcer les fonds propres des entreprises pour favoriser la reprise économique et sur l'insuffisance du seul instrument de la relance budgétaire pour y parvenir. Quel est votre avis – et quel est celui des investisseurs – sur la proposition, formulée par Mme Axelle Lemaire et le cabinet Roland Berger, de créer un fonds souverain associant actionariat public et privé et permettant la souscription à un produit d'épargne citoyen à l'échelle européenne ? Il apparaît nécessaire de trouver des relais afin d'atteindre une surface financière suffisante. À titre d'exemple, les États-Unis ont débloqué 2 000 milliards d'euros pour soutenir les entreprises et augmenter leurs fonds de roulement.

M. Xavier Paluszkiwicz. En ma qualité de membre de la commission des affaires européennes, je souhaiterais savoir quels enseignements vous tirez du fonctionnement du réseau de coordination des autorités de supervision financière. Après le Brexit, comment les

autorités européennes parviennent-elles à coopérer dans le contexte actuel, notamment face à un concurrent tel que le Royaume-Uni en matière d'attractivité des capitaux ?

Je souhaiterais également vous interroger sur la qualité des documents de *reporting* extra-financier publiés par les sociétés cotées. Si l'on lit votre rapport entre les lignes, il semble que vous regrettez le manque d'harmonisation des pratiques entre les entreprises. Une telle harmonisation serait d'autant plus utile dans le contexte sanitaire et environnemental actuel. Auriez-vous des recommandations à formuler au législateur ?

M. Daniel Labaronne. Dans une tribune récente, M. Olivier Babeau estimait que la volonté affirmée de contrôler et de sanctionner davantage affaiblissait l'attractivité de la place financière de Paris. Quel est votre sentiment à ce propos ? Vous considérez-vous comme un activiste de la régulation financière ?

Le rapport annuel de l'AMF consacre des développements aux premières déclarations de performance extra-financière. Quels jugements portez-vous sur celles-ci, et quelle sera selon vous leur évolution ?

Quelles initiatives et quelles dispositions faudrait-il prendre pour favoriser le financement des entreprises en fonds propres ou en quasi-fonds propres, notamment par le biais d'une approche territorialisée ?

M. Robert Ophèle. Pour le sujet de l'équilibre financier de l'AMF, il est vrai que la crise va avoir pour effet de réduire de façon significative l'assiette des contributions servant au financement de l'Autorité. Les capitalisations boursières des sociétés cotées, les actifs sous gestion des sociétés de gestion, les opérations financières diverses ou les rachats d'actions ont été affectés. Si la situation actuelle devait perdurer, l'AMF connaîtrait une baisse de ses contributions d'un peu plus de 10 millions d'euros. Je rappelle qu'elle a reversé 80 millions d'euros au budget de l'État depuis 2015, et qu'elle demeure en déficit depuis huit ans, quoique pour des montants limités. Le sujet financier devra donc faire l'objet d'une réflexion collective, en gardant à l'esprit qu'une éventuelle hausse des contributions sur des assujettis affaiblis par la crise n'est peut-être pas la meilleure des solutions.

Nous nous étions par ailleurs engagés à réviser l'assiette des contributions, car certains prestataires de services d'investissement de très petite taille considéraient qu'ils étaient trop taxés. Nous menons actuellement une concertation à ce sujet, avec l'objectif de conserver une enveloppe constante car ce n'est pas une augmentation des barèmes que nous visons.

Concernant la finance durable, le mouvement est engagé mais demeure complexe. Un des éléments clefs est l'information donnée aux investisseurs. Lorsqu'intervient un intermédiaire, la qualité de l'information a pour origine les données extra-financières. Nous avons dressé des constats mais le chemin est long. À l'évidence la solution est européenne. Nous ne pouvons pas avoir des règles différentes pour chaque pays ; par conséquent une homogénéisation est indispensable. Comme c'était le cas en matière de normes comptables, la question est de savoir si l'homogénéisation sera européenne ou mondiale. Autrement dit, se fera-t-elle selon des modalités que nous subissons ou selon des modalités que nous aurons choisies ? Les conseils d'acteurs étrangers sont utiles mais la solution doit être européenne.

Notre commission Climat et finance durable travaille avec la commission *ad hoc* de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, en vue de rendre un premier rapport

commun avant la fin de l'année. L'enjeu est cependant plus vaste, et touche au conseil financier. Se pose notamment la question de la commercialisation des produits : il s'agit d'éviter le *greenwashing*. Au début du mois de mars, un premier rapport indiquait qu'un produit qui prétend remplir les critères ESG ou se prévaloir d'un label ISR ne saurait être agréé s'il ne respecte pas un certain nombre de conditions. Cela vaudra pour tous les produits nouvellement commercialisés, mais également, d'ici à la fin de l'année, pour les produits déjà commercialisés.

Tout cela requerra du temps et il conviendra de veiller à une bonne articulation entre l'échelle nationale et l'échelon européen, ce qui est complexe.

Qu'en est-il, d'ailleurs, de la capacité de l'Europe à proposer une solution en temps de crise ? Si je suis critique, je ne veux cependant pas être trop sévère avec les autorités européennes : celles-ci agissent en se fondant sur des règles déclinées au niveau national. Les directives ne sont pas transposées à l'identique d'un pays à l'autre. En matière de gestion d'actifs, les règles relatives à la liquidité des fonds en offrent un exemple emblématique, et l'autorité européenne peut être désemparée face à une telle mosaïque.

La stabilité financière n'est pas tant menacée par l'action des agences de notation, pourtant perçue comme très pro-cycliques et donc comme un facteur de risque, que par le risque de défaut. Les acteurs sont habitués au travail des agences et la seule dégradation d'une notation ne les conduit pas à se débarrasser massivement des titres détenus. C'est le défaut qui change totalement la donne.

Un autre risque auquel je suis attentif est celui d'un confinement plus long qu'attendu, et donc d'une récession pire que celle que nous anticipons.

De même, je serai très attentif aux suites données à l'arrêt que vient de rendre la Cour constitutionnelle allemande : entravera-t-il les possibilités d'action de la Banque centrale européenne ? En cette matière, les anticipations des agents et la crédibilité de la BCE comptent autant que son action effective – rappelez-vous Mario Draghi résolu à sauver la zone euro *whatever it takes*...

En matière de dividendes, une approche sectorielle et, de préférence, européenne serait pertinente. Las ! Des entreprises placées dans des conditions parfaitement identiques se trouvent soumises à des règles très différentes, qu'il s'agisse de la vente à découvert ou de la distribution des dividendes. De ce dernier point de vue, le secteur financier semble passer son tour. Cela paraît une bonne chose pour le secteur, mais n'oublions pas que les dividendes sont distribués à des actionnaires qui ont aussi leur importance, à des épargnants retraités...

Le collège de l'AMF a rendu à temps son avis sur l'activisme actionnarial, comme il s'y était engagé et bien que le contexte ne s'y prête guère. Une des propositions est d'abaisser à 3 % du capital le niveau du premier seuil légal dont le franchissement doit être déclaré par un actionnaire – c'est d'ailleurs celui qui est le plus souvent retenu à l'étranger. Cela permet une connaissance plus rapide des recompositions du capital, dans un souci de transparence des marchés et de qualité du dialogue actionnarial.

Il n'y a pas eu d'introductions en bourse en France depuis le début de la crise. Comment une société pourrait-elle aujourd'hui raconter son histoire aux investisseurs à qui elle fait appel, leur dire où elle en est et quel est son horizon ? Soulignons au passage la nécessité d'arrêtés trimestriels de qualité : ce sera la condition d'un rebond – sous la forme

d'augmentations de capital, d'introductions en bourse, de transformation de dettes en fonds propres... Aujourd'hui, les cours sont nettement plus bas qu'il y a quelques mois et l'économie a besoin de fonds propres.

L'idée de fonds souverains associant capitaux privés et publics est forte car elle permet de rassurer tant les pouvoirs publics que le secteur privé. L'effet de levier peut être important, pour peu que la gouvernance soit de très bonne qualité. Un des enjeux sera aussi d'y associer un cercle plus vaste d'épargnants.

En ce qui concerne lesdits épargnants, nous avons toujours dit que la clef est la diversification du risque.

Qui sont les 150 000 nouveaux investisseurs ? Le document auquel j'ai fait référence vous donnera quelques éléments. C'est la première fois que nous pouvons exploiter les données fournies par le système d'information prévu par la nouvelle réglementation adoptée il y a deux ans.

Certains épargnants peuvent être attirés par des offres frauduleuses, contre lesquelles nous luttons avec nos armes habituelles, telles la suppression de sites internet ou l'inscription sur des listes noires. En la matière, le relais des médias nous est très précieux.

Je considère que la taxe sur les transactions financières ne peut être qu'européenne. Une approche uniquement nationale ou à la carte n'a pas de sens. Il est nécessaire qu'elle soit appliquée à l'échelle européenne, pour éviter les effets de vases communicants. Nous sommes aujourd'hui une Union incomplète. Nous devons aller plus loin dans l'harmonisation des règles européennes puis de leur mise en œuvre.

La crypto-monnaie reste un sujet d'actualité. Nous examinons le projet Libra, récemment modifié. Le cadre juridique prévu par la loi PACTE est en cours de mise en œuvre par l'AMF. Les événements récents n'ont pas accéléré son développement, notamment concernant la phase de déclaration des prestataires et leur éventuel agrément. Ils ont surtout montré l'utilité de l'action stabilisatrice d'une Banque centrale sur une monnaie *fiat*, là où les crypto-monnaies n'ont pas de stabilisateurs naturels.

J'ai lu la tribune de M. Olivier Babeau, qui met en cause l'action de l'AMF. Je ne partage pas son opinion. Il faut que les acteurs se comportent correctement pour assurer la confiance dans les marchés. Les acteurs récidivistes ou qui ne coopèrent pas ne doivent pas s'étonner d'être sanctionnés par l'AMF. Je rappelle que la sanction la plus élevée prise par l'AMF – dont le montant a d'ailleurs été diminué par le Conseil d'État – l'a été il y a trois ans à l'encontre d'une société française. Nous ne visons pas particulièrement les sociétés non résidentes. La domiciliation de la société n'est pas un critère de décision. L'AMF a une action comparable à celle des autorités équivalentes dans d'autres grands pays. Elle ne sanctionne pas plus que les autres.

M. le président Éric Woerth. Merci pour ces réponses très complètes. Nos discussions se poursuivront au cours de ce qui sera, je l'espère, une période de sortie de crise. L'AMF jouera un rôle majeur dans la reprise et nous aidera à tirer les enseignements de cette crise quant à l'organisation de nos marchés financiers.

Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 7 mai 2020 à 9 heures

Présents. - M. Saïd Ahamada, Mme Émilie Bonnivard, M. Michel Castellani, M. Charles de Courson, M. Olivier Damaisin, Mme Jennifer De Temmerman, M. Jean-Paul Dufrègne, Mme Stella Dupont, Mme Sarah El Haïry, M. Nicolas Forissier, M. Joël Giraud, M. Romain Grau, Mme Nadia Hai, M. François Jolivet, M. Daniel Labaronne, M. Mohamed Laqhila, Mme Véronique Louwagie, Mme Cendra Motin, M. Xavier Paluszkiewicz, M. Hervé Pellois, Mme Valérie Petit, Mme Bénédicte Peyrol, Mme Christine Pires Beaune, M. Robin Reda, M. Xavier Roseren, Mme Claudia Rouaux, Mme Sabine Rubin, M. Laurent Saint-Martin, Mme Marie-Christine Verdier-Jouclas, M. Éric Woerth

Excusés. - M. Damien Abad, M. David Habib, M. Marc Le Fur, Mme Valérie Rabault, M. Olivier Serva