

## **Les Entretiens de l'AMF**

Paris, le 16 décembre 2009

Mesdames et Messieurs les députés,  
Messieurs les Présidents,  
Mesdames et Messieurs les Directeurs,  
Mesdames et Messieurs,

J'ai passé une matinée passionnante. Vous m'avez donné matière à réflexion et à action pour toute une année. Je vous épargnerai une redite de ce que qui vous a déjà été exposé avec plus de talent que je ne saurais le faire. Je ne vous parlerai pas non plus de la crise en tant que telle, ni du détail des résultats des G20 successifs. Ce matin, je voudrais très simplement partager avec vous trois réflexions que m'inspire cette année que je viens de passer comme Président de l'Autorité des Marchés Financiers :

- tous mes interlocuteurs m'ont convaincu que, crise ou pas crise, des mutations profondes de l'économie et de la finance étaient à l'œuvre – ce sera mon premier point ;

- ces transformations structurelles et pérennes obligent l'Europe à s'adapter – ce sera mon deuxième point ;

- elles obligent évidemment l'AMF, par ricochet, à s'adapter aussi et je vous résumerai les ambitions et les projets de notre Institution.

=====

**1/ Notre environnement économique et financier a plus évolué ces dix dernières années qu'en un siècle. Quelles sont les tendances lourdes que je retiens.**

La liquidité en quantité astronomique qui s'est déversée sur nos économies ne se raréfiera pas de sitôt (réserves asiatiques ou russes). Nos dettes publiques explosent et tendent à se substituer à la dette privée : globalement, nous sommes toujours aussi endettés, mais les risques de faillite se sont déplacés vers les Etats. Nous vivons de la dette et de la liquidité monétaire.

Les pays émergents sont désormais des partenaires économiques et financiers majeurs ; ils développent leurs marchés financiers : la vitalité de leurs Bourses en est la meilleure preuve. Le déplacement du centre de gravité de HSBC de Londres à Hong-Kong en est le symbole.

Les nouvelles technologies et l'innovation ont profondément transformé le fonctionnement des marchés : elles sont à l'origine du développement des encours des produits dérivés qui ont explosé en dix ans. Qu'on en juge : les produits dérivés de toute nature (y compris les dérivés de taux) représentaient un montant nominal de 100 trillions de dollars il y a dix ans, 700 trillions de dollars en 2007 avant le déclenchement de la crise. Aux Etats-Unis, les transactions effectuées grâce au support de l'outil informatique et algorithmique représenterait près de 80% des ordres. Qu'il s'agisse des produits eux-mêmes ou des supports de transaction, le virtuel l'emporte sur le réel, et il sera impossible de faire marche arrière.

La multiplication d'alternatives aux transactions sur les bourses historiques (les plateformes multilatérales de négociation ou MTF, dont les fameux dark pools, les nouvelles formes de négociation OTC comme les crossing networks) amène tous les opérateurs de marché à s'interroger sur l'évolution de leur métier : doivent-ils et peuvent-ils concurrencer ces nouveaux lieux d'exécution ? Seront-ils longtemps viables ? Comment peuvent-ils capter les flux financiers pour financer les investissements technologiques dont ils ont besoin pour rester dans la course ?

La financiarisation de l'économie se poursuit avec l'apparition de nouveaux marchés, marchés de CO2 ou de l'énergie.

Le potentiel d'un véritable marché européen de la finance est maintenant pleinement exploité par les entreprises financières. Ce marché a été modelé par une succession de Directives depuis les années 80. Mais le marché unique financier est une œuvre inachevée car il aurait dû, en même temps que les barrières tombaient, offrir un niveau de protection identique et adapté à tous les épargnants européens, ce qui n'a pas été fait. Ces épargnants acceptent de moins en moins, à tort ou à raison, une perte (en Bourse, sur un placement financier). Ils exigent des explications et des responsables. La demande de sanction va croissante.

Il en est de même pour ce qui est de la transparence et de l'amélioration générale de la gouvernance. Ce qui aurait été toléré il y a dix ans ne l'est plus : on le voit dans le débat sur les rémunérations, sur les conflits d'intérêt, la composition des conseils d'administration, l'amélioration du contrôle du risque, etc.

Je disais que je ne parlerai pas des conséquences directes de la crise, mais je ne peux quand même pas faire l'impasse dans l'énumération de ces changements de fond sur :

- la substitution du G8 par le G20 (sauf en matière de changes) ;
- l'ancrage européen de la City que l'on doit cesser d'opposer à la finance continentale, comme les dernières décisions prises à Londres en témoignent ;
- les évolutions en cours de la régulation aux Etats-Unis d'Amérique, avec les conséquences que l'on peut imaginer sur les autres grands blocs de régulateurs ;
- les interrogations sur le rôle et la taille des banques.

2 – Ce panorama d'ensemble peut être source d'inquiétudes : **comment bâtir une industrie financière compétitive et efficace, car son objet doit bien être de servir le financement de l'économie à long terme, sans brader les exigences légitimes de sécurité du système et de protection des épargnants.** Je préfère pour ma part y voir le puissant moteur d'un changement positif. L'Europe l'a compris et ce sera mon **deuxième point**.

**D'abord, l'Europe s'organise. Pour mieux appréhender les risques systémiques.** Pour mieux intégrer une supervision jusqu'ici trop fragmentée.

La création actée d'un Conseil européen du risque systémique, pendant du Conseil américain de surveillance des services financiers, nous permettra de mieux détecter les risques, de mieux faire circuler l'information et de mieux coordonner nos politiques de régulation.

A l'échelon micro-prudentiel, l'Europe, vous le savez, crée trois agences. Pour ce qui est des marchés, la nouvelle agence, l'ESMA (European Securities and Markets Authority), doit pouvoir superviser les entités paneuropéennes par nature (telles que les agences de notation), coordonner efficacement la surveillance et le traitement des risques systémiques de marché, harmoniser les règles qui s'appliquent aux acteurs, comme aux structures et aux pratiques lorsque nécessaire (je pense aux ventes à découvert) et assurer, enfin, un niveau de protection homogène des consommateurs de produits et services financiers. Il ne faudra transiger :

- ni sur son indépendance (sans quoi elle ne serait pas crédible),
- ni sur sa capacité à fixer la règle commune et la faire respecter,
- ni sur son champ de compétence, que je souhaite le plus large possible.

L'Europe sera donc en principe en état de faire appliquer ses propres normes sur son marché intérieur. L'objectif est aussi qu'elle s'appuie sur ce socle nouveau pour mieux négocier avec les autres grands régulateurs les conditions d'une reconnaissance mutuelle des normes de chacun. Nous devons exiger la parité. C'est une question d'indépendance et de compétitivité de la Place européenne. Il nous faudra solidarité, unité, et donc une volonté politique forte, pour mener à bien les discussions laborieuses sur l'harmonisation des normes comptables, ou celles, à venir, sur la régulation des marchés de dérivés, avec tout l'enjeu industriel de l'enregistrement et la compensation des transactions. Nos partenaires tiers ne pourront plus alors arbitrer les incohérences réglementaires intra-européennes et nos opérateurs s'abriter derrière elles pour, faute de mieux, s'en remettre aux normes américaines.

## **Ensuite, l'Europe modernise son socle législatif.**

Elle devait l'adapter aux défis que j'ai mentionnés. Dans un temps court à l'échelle européenne, la Commission ouvre tous azimuts la révision de directives fondamentales pour l'organisation de nos marchés (telles que la révision des Directives Marchés d'Instruments Financiers, abus de marché ou prospectus). Elle prend à marche forcée de nouvelles règles pour décliner l'agenda du G20 (agences de notation, directive sur la gestion alternative). Elle achève de moderniser le cadre réglementaire de la gestion d'actifs (UCITS IV). Elle multiplie enfin les initiatives, dont certaines sont certes encore embryonnaires, pour renforcer la protection des épargnants, comme le travail en cours sur un régime harmonisé de commercialisation des produits financiers.

C'est probablement la législature du Parlement Européen la plus importante pour l'achèvement du marché intérieur financier. Il appartient au Parlement européen de donner les orientations politiques qui devront dire comment l'intégration financière et l'organisation financière doivent concourir à la sortie de crise et à la croissance européenne.

**3 / L'AMF se veut partie prenante à ces évolutions.** Nous nous organisons donc pour peser dans les négociations européennes à venir. Et je le dis comme un européen soucieux du respect de l'indépendance de la Commission, qui plus est compte tenu de la responsabilité confiée à Michel Barnier et à ses services très compétents. Nous nous organisons aussi pour mieux faire notre travail de régulateur de proximité. Nous nous organisons enfin pour ne pas subir les évolutions profondes de l'industrie et des marchés financiers. A défaut de les anticiper, nous souhaitons mieux les maîtriser.

En pratique, l'AMF a adopté son **plan stratégique** à l'été. La place y a été associée. Maintenant, nous en sommes à la mise en œuvre opérationnelle. Nos délais sont contraints car nous devons être en ordre de marche le plus vite possible. Trois principes commandent notre démarche :

❶ D'abord, **la priorité à la protection de l'épargne et la confiance des épargnants**. Cela a toujours été la vocation de l'AMF mais sans qu'une visibilité suffisante soit donnée à cette mission. Nous remettons l'église au centre du village.

Nous contrôlions avant tout les produits. Ce n'est pas suffisant. Nous allons aussi contrôler la commercialisation, la publicité et la manière de vendre ces produits.

**Dès le printemps, la Direction de la Relation avec les Epargnants sera opérationnelle**. Ce sera la porte d'entrée de l'épargnant à l'AMF, le poste d'observation des grandes tendances de l'épargne, y compris pour tester, sous forme d'enquêtes mystères, la façon dont les produits sont commercialisés. Ce sera aussi l'animateur de toutes les actions de pédagogie nécessaires pour mieux armer, c'est-à-dire informer, les épargnants.

❷ Ensuite, **renforcer les contrôles au service d'une meilleure sécurité** :

L'AMF va mieux cibler ses enquêtes et ses contrôles. Par la création d'un comité des risques transversal auprès du Secrétaire général, nous souhaitons mieux anticiper les structures ou opérateurs porteurs d'insécurité.

Nous devons aussi surveiller les marchés qui jusqu'ici prospéraient dans l'ombre : le marché obligataire, le marché des dérivés OTC. Un groupe de place dédié aux dérivés OTC sera constitué en 2010. Cela signifie un gros investissement humain et informatique. Tous mes homologues sont confrontés à cette difficulté. Mais il faut savoir ce que l'on veut : pour que les marchés soient efficacement surveillés, nous devons en avoir les moyens.

**③ Troisième principe : participer aux efforts pour la compétitivité de la place.** Nous n'avons pas fait le choix de la sécurité au détriment de la compétitivité mais bien de l'une et de l'autre car elles vont de pair. Je m'explique : une place sûre est une place compétitive. A nous ensuite, à règles identiques avec nos voisins (c'est bien l'objet de l'achèvement du marché intérieur et de tous les efforts vers la convergence internationale), de jouer nos cartes pour attirer l'activité. Comment :

- en travaillant sur les conséquences de la Directive MIF. Je n'y reviens pas, vous en avez longuement discuté ce matin. Un groupe de travail y sera dédié dès février 2010 ;

- en étendant au marché secondaire obligataire nos efforts de revitalisation du marché primaire ; L'AMF publie ce jour les pistes de travail formulées par le rapport de Jean-Pierre Pinatton et Dominique Hoenn ;

- en contribuant aux initiatives pour orienter l'épargne vers le financement de l'économie et en particulier des PME : l'accès au marché des valeurs moyennes peut être encore amélioré ;

- en préparant la gestion d'actifs française aux défis de la Directive UCITS IV, pour lui permettre de gagner des parts de marché. Là encore, un groupe de place y sera consacré en 2010 ;

- en intensifiant notre contribution aux réflexions sur l'amélioration générale de la gouvernance des sociétés cotées, pour nous aligner sur les meilleurs standards européens ;

- enfin, en consacrant un gros effort à la lisibilité de notre doctrine. Car une place compétitive a une doctrine claire, accessible, et cohérente.

Je consacrerai enfin un développement spécifique à **la sanction**. Le fait qu'une autorité administrative indépendante puisse enquêter et sanctionner les affaires financières qui appellent une réaction extrêmement rapide est un principe intangible que rien ne doit remettre en cause. Tous nos partenaires étrangers fonctionnent sur ce modèle. Tous, depuis le début de la crise, renforcent leurs moyens pour accroître leur réactivité et leur efficacité sur ce terrain. C'est un point sur lequel je ne transigerai pas.

Ceci étant dit, et quelle que soit l'issue des affaires en cours, je n'ai pas non plus de doute sur l'obligation où nous sommes de réformer notre procédure, notre manière de faire. J'ai déjà exposé mes idées sur le sujet. A ma demande, le Collège y a travaillé. Aujourd'hui, le moment est venu de donner corps à quelques-unes d'entre elles :

- Je pense que nous devons adopter une charte sur les droits et les devoirs des enquêteurs (proposition qui avait d'ailleurs été faite par l'AMAFI).

- Nous devons mieux et plus travailler, en amont, avec le Parquet, autant dans un souci de meilleure allocation des moyens que de meilleure coordination.

- Il nous faut aussi développer le contradictoire pendant la phase d'enquête.

- Il me paraîtrait logique, pour des dossiers qui n'ont pas de valeur emblématique, de nous doter d'un pouvoir de transaction. Ainsi, nous pourrions nous concentrer sur les affaires qui le méritent.

-L'AMF doit être également dotée d'un pouvoir de recours contre les décisions de la Commission des Sanctions, car, je le rappelle de nouveau, celle-ci se prononce en toute indépendance du Collège. Aujourd'hui, seuls les mis en cause ont le droit de faire appel. C'est une situation asymétrique déraisonnable.

- Enfin, les réflexions sur les conditions auxquelles les victimes, trop souvent oubliées, peuvent et doivent être indemnisées, doivent se poursuivre.

Ce programme est ambitieux et ne peut être conduit à budget constant, je l'ai déjà dit. Des recrutements sont en cours. Les investissements informatiques démarrent. Les moyens financiers nécessaires, l'AMF les a obtenus grâce à une augmentation des contributions des opérateurs de marché dans des proportions extrêmement raisonnables. Mais pour affronter les besoins croissants en termes de régulation, nous avons besoin de ressources plus stables, mieux réparties entre les opérateurs. Ce qui va de pair avec une allocation rigoureuse de nos moyens, au sein d'une institution en mutation bien vivante.

Je vous remercie.