



Rapport

au Président
de la République
et au Parlement
2007



Le présent rapport couvre l'année 2007 et les premiers mois de 2008. Il a été réalisé par les services de l'AMF et achevé d'être rédigé le 18 avril 2008.

Il a été arrêté le 25 avril 2008 par Michel Prada, président de l'Autorité des marchés financiers, et par M. Jacques Delmas-Marsalet, Mme Martine Ract-Madoux, MM. Philippe Adhémar, Jean-Paul Redouin, Jean-François Lepetit, Jean de Demandolx Dedons, Jean-Michel Naulot, Bernard Esambert, Mme Marie-Ange Debon, MM. Bernard Field, Jean-Pierre Hellebuyck, Dominique Hoenn, Yves Mansion, Jean-Pierre Pinatton, Jean-Claude Mothié, membres du Collège. M. Michel Prada a eu l'honneur de le remettre à M. le Président de la République et à MM. les Présidents du Sénat et de l'Assemblée nationale, en application de l'article L. 621-19 du code monétaire et financier.



« En application de la loi du 11 mars 1957 (art. 41) et du code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992, complétés par la loi du 3 janvier 1995, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans autorisation expresse de l'éditeur. Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif et collectif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »

© La Documentation française, Paris 2008
ISBN : 978-2-11-007034-0. DF-5 HC10470.

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE



Le président

Paris, le 2 juin 2008

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de vous présenter, ainsi qu'au Parlement, le cinquième rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers.

Vingt ans après la crise obligataire de 1987, l'année 2007 a été marquée par l'éclatement de la crise des *subprime* qui a provoqué, à partir de l'été, une rupture brutale dans les tendances, jusqu'alors favorables, des activités de marché, en France comme à l'étranger.

Par voie de conséquence, l'Autorité des marchés financiers a dû faire face aux graves difficultés provoquées par cette crise : elle s'est, tout d'abord, efforcée, en étroite coopération avec les autorités bancaires, d'en maîtriser les effets domestiques ; elle s'est employée, en outre, à participer activement aux travaux des instances internationales chargées d'analyser les dysfonctionnements des marchés financiers et de proposer les mesures de court et de moyen termes propres à y remédier et à en prévenir le renouvellement.

Parallèlement, l'AMF a activement contribué aux évolutions réglementaires que requiert l'adaptation de la Place de Paris à la nouvelle donne issue du plan d'action de la Commission européenne pour l'unification du marché européen des services financiers.

Chargée de veiller à la protection de l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement du marché, elle a, enfin, assumé sans discontinuité les activités quotidiennes de visa, d'enregistrement, d'agrément, de surveillance et de discipline des nombreuses opérations soumises à son contrôle.

Dans la conduite de son action, l'AMF a mis en œuvre la démarche de « meilleure régulation » dont elle avait conçu le dispositif en 2006, en concertation avec les acteurs de la Place, et qui inspire, désormais, l'ensemble de ses initiatives et de son fonctionnement.

La comparaison des données de fin d'année rend mal compte, en 2007, d'une évolution marquée par un premier semestre, dans l'ensemble, prometteur, le second semestre effaçant, pour l'essentiel, les performances du début de l'année.

La capitalisation des entreprises cotées sur Euronext Paris s'établit, à la fin de l'année, à 1 874 milliards d'euros, en légère progression par rapport au 31 décembre 2006 et à un niveau voisin de celui du PIB de l'année.

L'érosion du nombre de sociétés cotées sur le marché réglementé (Eurolist) se poursuit : 707 sociétés à fin 2007, contre 730 à fin 2006. Elle est, cependant, compensée par le relatif succès du marché organisé Alternext, destiné aux valeurs moyennes de croissance : 111 sociétés cotées contre 75 à fin 2006. Paris est devenue la 6^e capitalisation mondiale, derrière Londres et Shanghai. Les émissions nettes d'actions se sont élevées à 21 milliards d'euros, en légère progression par rapport à l'année dernière, situation qui

contraste avec le solde négatif de près de 630 milliards d'euros enregistré aux États-Unis du fait des montants élevés de rachats d'actions. Dans un contexte marqué par l'incertitude des tendances de marché et la crise financière des *subprime*, les volumes de transactions ont atteint des niveaux records et la volatilité s'est considérablement accrue. Les opérations de fusions-acquisitions ont atteint des niveaux également records, avant de se tarir sous l'effet de la perte de confiance associée à la crise.

Les marchés réglementés de produits dérivés ont connu une croissance significative et une activité soutenue qui contraste, comme celle des marchés d'actions au comptant, avec le gel progressif des marchés de gré à gré d'instruments de titrisation et de dette.

L'industrie de la gestion d'actifs pour compte de tiers a connu un premier semestre satisfaisant, avant de subir de plein fouet l'impact de la crise des *subprime*. Les encours gérés à la fin de l'année se sont ainsi établis à un niveau voisin de celui de la fin 2006, cependant que se poursuivait la progression du nombre de sociétés de gestion qui s'établit à 536 à la fin 2007.

La crise des *subprime* revêt plusieurs aspects.

Elle correspond, en premier lieu, à un ajustement sévère des tendances résultant d'une longue période d'abondance de liquidités associée au profond déséquilibre des échanges mondiaux. L'afflux de liquidités réinvesties aux États-Unis, coexistant avec un faible niveau d'inflation dû à la concurrence des pays à bas salaires, a pesé sur les taux d'intérêt, encouragé les investisseurs à rechercher des rendements accrus sans mesurer correctement le niveau de leurs risques, et favorisé le relâchement de la discipline du crédit, particulièrement des prêts hypothécaires, sans doute facilité par le recours massif aux techniques de titrisation.

Le transfert de risque s'est, en effet, développé à un rythme accéléré sur fond d'innovation financière, dans des conditions mal maîtrisées : le modèle *originate to distribute* a prospéré dans l'ambiguïté technique et juridique d'une titrisation incertaine et parfois opaque, d'un système de notation inapproprié, et d'une confiance excessive des investisseurs dans la qualité des produits et dans la robustesse des mécanismes de marché de gré à gré. L'AMF avait, dès 2005, en 2006 et, encore, début 2007, dans ses divers rapports et publications, notamment sur les agences de notation, appelé l'attention sur certains aspects préoccupants de cette évolution. L'éclatement de la bulle immobilière aux USA, provoquée par la hausse des taux d'intérêt, a déstabilisé l'ensemble du dispositif, ruiné la confiance des acteurs du marché et provoqué une spirale d'ajustement à la baisse des actifs titrisés. Contraintes par des dispositions contractuelles mal identifiées ou par un risque sérieux de réputation, les banques ont dû rapatrier massivement les instruments de titrisation dévalorisés dans leurs livres. Il en a résulté une crise de confiance, puis de liquidité, sans précédent, associée, dans certains cas, à une crise de solvabilité.

Les autorités de régulation financière ont vigoureusement réagi à cette conjoncture : les banques centrales et les autorités bancaires, tout d'abord, dont ce n'est pas ici le lieu de commenter le rôle central dans la gestion de la crise de liquidité et, dans certains pays, dans le traitement des défaillances bancaires ; les autorités de marché, également, qui sont intervenues pour rétablir la transparence et le fonctionnement normal du marché ainsi que pour préserver les intérêts des épargnants.

L'AMF s'est, pour sa part, mobilisée, en étroite concertation avec la Banque de France, et en lien avec les représentants de l'industrie de la gestion d'actifs, pour faire face aux premières manifestations de la crise en France qui ont affecté certains OPCVM, confrontés à des demandes de rachats soudaines et massives. Elle s'est attachée, dans la mesure du possible, à la préservation des intérêts des porteurs ainsi qu'à l'égalité de leur traitement, qu'il s'agisse des conditions de valorisation des actifs, de suspension des opérations de souscription et de rachat ou de liquidation de certains fonds.

L'AMF s'est, parallèlement, engagée dans les instances internationales chargées d'analyser la crise et de tenter d'y porter remède. Assurant la présidence du Comité technique de l'Organisation internationale

des commissions de valeurs, jusqu'en mai 2008, date de la Conférence annuelle organisée à Paris, elle a animé les travaux d'une *task force* constituée pour réagir à la crise des *subprime* qui a plus particulièrement centré ses réflexions sur les sujets de transparence, de valorisation et d'intégrité qui se posent aux différents stades de la titrisation. Elle a, également, participé à la relance des travaux de la *task force* de l'OICV sur le code de conduite des agences de notation. Membre, avec la Banque de France, du groupe de travail *ad hoc* du Forum de stabilité financière, elle a, enfin, participé à l'élaboration du rapport présenté au G7 d'avril 2008 et en partage les conclusions.

La régulation des opérations financières et de l'information des sociétés cotées a été marquée, l'année dernière, par la transposition des directives européennes, par certaines décisions importantes en matière de caractérisation de l'action de concert susceptible d'engendrer l'obligation de déposer une offre publique d'achat, par la poursuite de l'adaptation aux nouvelles normes comptables IFRS, et ce dans un contexte de relatif ralentissement de l'activité.

L'AMF, par application de sa méthode de meilleure régulation, s'est attachée à proportionner ses exigences à la taille des entreprises et à la nature des enjeux, sans, pour autant, perdre de vue les nécessités de la transparence, de la bonne gouvernance, et de l'intégrité des comportements. Elle a clairement marqué les limites en matière de prise de contrôle rampant, et prolongé les réflexions sur le fonctionnement de la démocratie actionnariale, qu'il s'agisse des conditions d'exercice des droits de vote, de la transparence des franchissements de seuil, ou de l'encadrement éventuel de l'activisme actionnarial par des entités inspirées par des considérations « court-termistes » et utilisant des méthodes détournées d'influence des assemblées générales sans prendre le risque économique de l'actionnaire. Elle a, également, pris en compte les données de la compétition entre places pour la cotation des sociétés étrangères en reconnaissant le compartiment professionnel d'Euronext Paris, en acceptant le dépôt des prospectus des sociétés américaines répondant aux normes de la SEC, et en signant un accord avec l'autorité de marché israélienne pour faciliter la cotation à Paris des entreprises israéliennes.

La régulation des prestataires de services d'investissement par l'AMF comporte un bloc exclusif de compétence sur la gestion d'actifs pour compte de tiers, et une compétence partagée avec les autorités bancaires en ce qui concerne les autres prestataires et les infrastructures de marché et de *post*-marché.

En ce qui concerne l'industrie de la gestion d'actifs, et par-delà l'impact de la crise financière, l'action de l'AMF a porté principalement sur trois axes d'amélioration :

- > la simplification des procédures d'agrément et de visa, afin de responsabiliser les acteurs et de substituer, chaque fois que possible, une référence à des principes à un système de règles détaillées ;
- > l'accent mis sur les conditions de commercialisation des produits, et, notamment, sur la transparence des frais de gestion et l'adéquation des informations à caractère commercial et des conseils à la nature et aux objectifs des clients ;
- > la modernisation du cadre de régulation français, afin de favoriser le développement d'une offre française de « gestion alternative ».

S'agissant, plus généralement, des prestataires de services d'investissement, l'année 2007 a été marquée par la préparation à l'entrée en vigueur, effectivement accomplie à compter du 1^{er} novembre 2007, de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (la MIF) qui, d'une part, réforme en profondeur les règles d'organisation et de conduite que doivent respecter les intermédiaires et, d'autre part, abolit la règle de centralisation des ordres sur le marché réglementé. Il faut ici saluer la mobilisation de tous les acteurs du marché qui a permis à la Place de Paris de transposer, en temps et en heure, ces dispositions européennes novatrices et structurantes.

Les infrastructures de marché (bourses, systèmes électroniques de transactions, systèmes d'internalisation des ordres chez les grands intermédiaires) et de *post*-marché (la compensation, le règlement et la livraison des instruments financiers) connaissent une mutation juridique (la démutualisation, la mise en concurrence) technologique (l'électronisation) et industrielle (la concentration sur une base transfrontières) d'une ampleur sans précédent qui pose de nombreuses questions de réglementation, mais aussi d'intérêts stratégiques pour les places concernées. L'AMF a été très présente sur ces sujets, en coopération avec les autorités bancaires et avec ses homologues étrangers, pour accompagner les mutations en cours en préservant le bon fonctionnement des systèmes (Euronext Paris, LCH.Clearnet SA, Euroclear France) et les intérêts de la Place de Paris.

La fonction de surveillance et de discipline s'est exercée sans relâche en 2007. Le système automatisé de traitement quotidien des données de marché a traité 450 millions d'ordres et 107 millions de transactions, et engendré 39 000 alertes. Le système d'échange automatisé d'informations avec nos homologues européens est devenu opérationnel en novembre. Environ 200 contrôles et enquêtes approfondis ont été lancés. La Commission des sanctions a engagé 33 procédures qui ont donné lieu au prononcé de 65 sanctions à l'encontre de 39 personnes physiques et 26 personnes morales. Le dispositif de sanction mis en œuvre par le régulateur de marché a trouvé, au terme d'une évolution de vingt années, un équilibre satisfaisant. Redéfini lors de la création de l'AMF, il y a quatre ans, il est désormais parfaitement conforme aux exigences de la convention européenne des droits de l'homme et son modèle n'a d'ailleurs pas été étranger à la définition du dispositif européen retenu par la directive Abus de marché dont il respecte strictement les exigences. Il peut, sans doute, être encore amélioré et j'ai fait, à cette fin, des propositions au gouvernement dont j'espère la mise en œuvre prochaine. Il serait donc, à mon sens, inopportun et dangereux de le déstabiliser par de nouveaux changements en profondeur qui risqueraient d'en réduire l'efficacité et de ternir la réputation de la Place de Paris.

L'AMF a continué de développer ses actions de pédagogie en direction du public, notamment par le soutien apporté à l'Institut d'éducation financière du public créé à son initiative en avril 2006, ainsi que sa fonction de médiation et d'information du public en traitant près de 2 000 dossiers dont 493 de médiations.

Au moment où je rédige cette lettre de présentation, la France se prépare à assumer la présidence de l'Union européenne, la crise financière n'est pas achevée, et la compétition entre places financières ne se relâche pas.

Par-delà les améliorations ponctuelles qu'il est toujours possible de mettre en œuvre, je pense que le système français de supervision des marchés est, aujourd'hui, l'un des plus achevés parmi les pays avancés. L'efficacité de la relation entre les autorités bancaires, chargées de la supervision prudentielle des intermédiaires et l'AMF, chargée de veiller à l'intégrité, à la transparence et au bon fonctionnement des marchés, a fait ses preuves et se compare honorablement à celle des autres modèles. Au demeurant, l'essentiel de nos règles est désormais influencé, sinon dicté, par les normes internationales et plus spécifiquement européennes.

C'est donc à ce niveau qu'il faut faire valoir nos vues. Dans cette perspective, il est sans doute prioritaire que la présidence française soit l'occasion de consolider le dispositif européen de supervision dont les principes ont été établis sur la base du rapport « Lamfalussy ». Le bon fonctionnement du marché unique suppose, en effet, une capacité de pilotage du réseau de régulateurs nationaux beaucoup plus efficace que celle dont dispose actuellement le Comité européen de régulateurs de valeurs mobilières (le CESR).

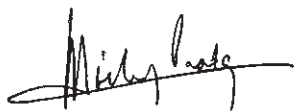
En second lieu, il convient de concrétiser rapidement l'effort d'amélioration de l'attractivité de la Place de Paris, vigoureusement engagé sous la présidence du ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi. Les améliorations relatives à son environnement fiscal et social, aux conditions d'accueil des cadres étrangers des institutions concernées et aux infrastructures de transport, seront, à cet égard, déterminantes.

Une place financière puissante et indépendante suppose, enfin, une solide base domestique. La France bénéficie certes d'un bassin d'épargne abondant. Mais elle souffre d'une sérieuse insuffisance de l'épargne investie à long terme, capable d'assurer le financement pérenne de ses entreprises cotées, aujourd'hui financées, pour près de 50 % de la capitalisation du « CAC 40 », par des investisseurs étrangers, par ailleurs bienvenus. Des progrès ont été accomplis en ce domaine depuis quelques années, mais de manière hésitante et discontinue. Ce devrait être le troisième axe d'une politique volontariste de développement de la Place de Paris au cours des prochains exercices.

En concluant la présentation de ce rapport annuel de l'Autorité de marchés financiers, le dernier que j'ai l'honneur de présenter, je tiens à rendre hommage à celles et à ceux auxquels nous devons un système de régulation efficace, équitable et performant :

- > les quelque 370 agents qui forment les services opérationnels de l'AMF, qui réalisent un amalgame assez rare de savoirs et de talents complémentaires, issus majoritairement du secteur privé, mais aussi de diverses institutions publiques, et tous profondément dévoués à leur mission d'intérêt général ; sous la direction exceptionnelle de notre secrétaire général, Gérard Rameix, ils ont adhéré à la démarche de « meilleure régulation » et de contrôle interne, certes porteuse d'exigences nouvelles, mais aussi garante d'une régulation plus efficiente, mieux comprise et plus respectée ;
- > les quelque cent membres de nos cinq Commissions consultatives qui ont accepté de nous apporter bénévolement le concours de leur expérience de terrain dans la préparation des évolutions réglementaires et dans le dessin des dispositifs pratiques qui régissent nos rapports quotidiens avec les acteurs du marché et avec leurs représentants ;
- > les chercheurs de notre Conseil scientifique, français et étrangers, qui nous aident à interpréter les événements et à déceler les grandes tendances de l'avenir ;
- > les douze membres de la Commission des sanctions qui, sous la conduite de Daniel Labetoulle et de Claude Nocquet, assurent la crédibilité finale de l'action du régulateur, sous le regard des juges d'appel qui, en confirmant le plus souvent leurs décisions, attestent de la robustesse de leurs procédures et de la sagesse de leurs délibérations ;
- > mes quinze collègues du Collège, enfin, qui ont façonné l'AMF et conduit la régulation de notre marché financier selon les principes d'une collégialité inspirée par la recherche du consensus, nourrie par la diversité de leurs compétences et de leurs expériences et, enfin, constitutionnellement impartiale et équilibrée.

Je vous prie de croire, Monsieur le Président, à l'expression de ma très haute considération.



Michel Prada