

## STRATEGIE AMF 2013 - 2016 REDONNER DU SENS A LA FINANCE

### Contribution de l'AMAFI

1. Mi-juin, l'AMF a mis en consultation jusqu'au 6 septembre un document présentant les grandes orientations de sa stratégie 2013-2016. Ce document, intitulé « *Redonner du sens à la finance* », et accompagné d'une synthèse, est articulé autour de trois grands axes, chacun étant par ailleurs décomposé en différents objectifs.

Ayant examiné avec attention les différentes propositions ainsi formulées, l'AMAFI les soutient généralement. Elle souhaite néanmoins appeler l'attention de l'AMF sur certains points au travers des observations suivantes.

#### **Un plan ambitieux qui comporte de nombreuses actions au sein desquelles une hiérarchisation des priorités devrait être établie**

2. Comme le relève également l'AMF dans son Plan stratégique, notamment au travers du mot introductif de son Président, la Place de Paris est aujourd'hui confrontée à des enjeux cruciaux en termes de capacité à continuer à fournir dans la durée les services dont ont besoin les émetteurs et les épargnants français. Dès lors, si les différentes actions définies par le Plan ont chacune une légitimité propre, elles ne devraient toutefois pas être considérées comme ayant toutes la même priorité par rapport à l'urgence de la situation.

3. Pour l'AMAFI, les priorités premières sont de trois ordres. D'abord, le financement des entreprises, question essentielle pour les raisons développées ci-dessous (*v. infra § 5 et s.*). Ensuite, et de façon étroitement attachée le développement d'un discours public à l'intention des décideurs politiques sur les enjeux liés à l'existence d'une Place financière (*v. infra § 10 et s.*). Enfin, la prise en compte dans les actions de l'Autorité de la très grande fluidité résultant de l'intégration européenne puisque c'est cette dernière qui permet à des acteurs situés ailleurs en Europe de fournir sur le territoire national des produits et services financiers sans avoir à respecter les règles particulières définies par la France (*v. infra § 15 et s.*).

Par ailleurs, mais de manière plus connexe, l'AMAFI souligne également deux autres points. Le premier est lié aux conditions d'une coordination de place sur les sujets européens en accordant aux commissions consultatives une place centrale en la matière (*v. infra § 16 et s.*). Le second tient au rétablissement de la confiance des épargnants, axe indéniablement important, surtout par rapport aux missions confiées à l'AMF, mais qui constitue une œuvre de longue haleine qui, en outre, n'est pas uniquement dans les mains de l'Autorité (*v. infra § 21 et s.*).

4. Sur chacun des cinq points ainsi identifiés (trois axes et deux objectifs), outre des commentaires généraux, l'Association formule aussi des observations par rapport à certains éléments énoncés dans le document de consultation. Ces commentaires, qui suivent sur chaque point l'ordre du document de l'AMF, n'ont bien sûr pas tous la même importance.

Aussi, l'AMAFI souhaite particulièrement souligner les points suivants relatifs à :

- La nécessité d'une place dynamique (*v. infra § 9.ii*) ;
- La très grande importance que revêt l'action de l'AMF pour qu'elle ne soit un frein, ni au développement de la cote, (*v. infra § 9.iv*), ni à la localisation des activités financières (*v. infra*

§ 15.xiv), ce qui suppose de veiller, dans un cadre européen largement harmonisé, à ce que les acteurs placés sous la tutelle de l'Autorité puissent opérer dans un environnement compétitif, exempt de distorsions concurrentielles qui prises individuellement peuvent être de peu d'importance mais dont l'effet cumulé est dévastateur (v. *infra* § 9.xiii, 15.i, iii, iv, xiv et 22.v) ;

- La nécessité de développer le financement par le marché en tant que fonction transversale au sein du régulateur (v. *infra* § 9.v) ;
- L'importance de la titrisation alors que le financement des TPE et de nombreuses PME continuera à dépendre du crédit bancaire (v. *infra* § 9.viii) ;
- L'adaptation du cadre réglementaire applicable aux PME et ETI pour tenir compte de leurs contraintes particulières (v. *infra* § 9.ix), adaptation à laquelle se lie étroitement la question de la constitution de fonds d'investissement à long terme (v. *infra* § 9.x) ;
- La forte réalité d'un marché intégré européen qui commence aussi à concerner les clients particuliers (v. *infra* § 15.ii) ;
- La nécessité d'impliquer étroitement les directions opérationnelles de l'AMF dans les travaux internationaux et européens mais en conservant une vision stratégique, transversale, globale et prospective de la régulation (v. *infra* § 15.v) ;
- L'importance que revêt la résolution des difficultés d'application territoriale des normes européennes (v. *infra* § 15.vii) ;
- L'intérêt d'une action de mutualisation de la surveillance financière en Europe, mais en veillant à ce qu'elle soit aussi large que possible pour, à tout le moins, inclure les grands centres financiers européens (v. *infra* § 15.viii) ;
- L'enjeu d'un cadre sécurisé pour l'épargnant mais qui ne le déresponsabilise pas pour autant (v. *infra* § 22.ii) ;
- Une action de l'AMF qui ne met aucunement en évidence le fait que les investisseurs individuels seraient insuffisamment représentés en son sein (v. *infra* § 22.ix) alors que la représentation adéquate des investisseurs institutionnels devient quant à elle prioritaire (v. *infra* § 22.x) ;
- Une intermédiation de marché qui constitue une pièce importante de l'écosystème de Place, et qui ne peut être uniquement appréhendée sous l'angle du renforcement de ses conditions de contrôle et de sanction (v. *infra* § 22.ii) ;
- Un rapprochement effectué entre procédure de contrôle et procédure d'enquête qui conduit le contrôle à s'inscrire dorénavant dans une logique essentiellement répressive, au détriment du dialogue constructif entre contrôleurs et contrôlés qui existait auparavant (v. *infra* § 22.xix).

## L'enjeu du financement de l'économie est déterminant

5. Le troisième axe du Plan stratégique, intitulé « *Agir pour le fonctionnement de l'économie* », est décliné en quatre objectifs :

- Accompagner les évolutions du financement de l'économie ;
- Développer une approche adaptée aux besoins des ETI et des PME ;
- Accompagner le développement d'une industrie de la gestion d'actifs innovante, compétitive et sûre ;
- Mobiliser les acteurs pour une Place parisienne au service de l'économie.

6. L'AMAFI estime que cet axe est particulièrement vital au regard d'un modèle de financement français dont les particularités sont réelles :

- Un secteur financier concentré autour de cinq établissements constitués sur un modèle de banque universelle qui, sur les trente dernières années, ont joué un rôle prééminent dans le financement de l'économie en compensant l'insuffisance des dépôts reçus de leurs clients par le développement d'une importante activité de banque de financement et d'investissement, aujourd'hui en cours de réduction sensible afin de se mettre en adéquation avec les nouvelles normes prudentielles issues de Bâle 3 ;
- Des investisseurs institutionnels nationaux assez peu présents sur les produits de marché permettant le financement long des entreprises, quand bien même ils agissent en représentation

de passifs à long terme, cette tendance ayant été notablement renforcée par les incertitudes nées de la crise ;

- Une épargne des ménages massivement allouée sous forme de dépôts à vue sur des comptes réglementés et de supports d'assurance-vie, ces derniers ayant longtemps représenté un outil essentiel d'orientation vers les produits de marché permettant le financement long des entreprises, avant qu'en anticipation de Solvabilité 2, la structure de l'actif de ces supports n'ait été revue vers des placements plus courts et/ou moins risqués ;
- Un système de capital risque concentré sur le segment LBO, mais peu développé sur le capital-risque et le capital développement pour lesquels des institutions publiques jouent un rôle majeur, qui reste toutefois insuffisant au regard des besoins ;
- Le choix d'un système de retraite fondé quasi exclusivement sur la répartition qui n'a pas autorisé le développement des outils puissants en matière de financement à long terme que constituent les fonds de pension dans d'autres pays ;
- Une aversion au risque des ménages de plus en plus forte qui se traduit par un recul sensible et durable du nombre d'actionnaires individuels, et plus généralement par un engagement faible sur les produits de marché permettant le financement long des entreprises ;
- L'absence (notamment pour des raisons liés au point précédent) d'un marché obligataire sur lequel intervienne les particuliers ;
- Une fiscalité de l'épargne qui frappe particulièrement les détenteurs d'actions et d'obligations et favorise leur orientation vers des produits de court terme, liquides et garantis.

Si l'une ou plusieurs de ces caractéristiques peuvent se retrouver dans d'autres Etats membres, ensemble toutefois, elles forment un environnement spécifique à la France. Il en résulte deux conséquences. D'une part, que l'équilibre historique du modèle de financement de l'économie de notre pays se trouve particulièrement fragilisé par la conjugaison de Bâle 3 et de Solvabilité 2. D'autre part, qu'il est fort peu probable que les solutions collectives, dégagées au niveau européen sur la base d'un dénominateur commun<sup>1</sup>, soient en mesure de répondre précisément et pleinement à cette situation spécifique dans la mesure où nos partenaires européens ne sont pas confrontés exactement aux mêmes problématiques.

7. Cette situation particulière est d'autant plus préoccupante qu'elle se conjugue avec un affaiblissement de plus en plus fort de l'écosystème de marché français qui, après avoir essentiellement concerné les activités d'intermédiation de marché s'étend maintenant aux activités de gestion<sup>2</sup>, ce qui par répercussion renforcera encore les effets négatifs subis par l'intermédiation de marché.

En effet, si la France compte nombre de grandes entreprises, souvent en position de leaders mondiaux dans leur secteur d'activité, qui ont un accès aisé et fluide à l'épargne internationale pour financer leur développement, on sait aussi que ces entreprises ne peuvent être le principal moteur de la croissance pour laquelle les énergies du Gouvernement sont aujourd'hui mobilisées. La création de richesse collective et d'emplois proviendra ainsi d'abord des PME et ETI, dont la plupart sont très dépendantes de financements de proximité, assurés historiquement par le système bancaire au travers de crédits, mais auxquels doivent désormais être, dans toute la mesure du possible, substitués des financements de marché (*v. aussi infra § 9.viii*). Or, de tels financements de proximité reposent avant tout sur un écosystème d'intermédiaires de marché et de gestionnaires implantés en France.

8. Pour ces raisons, l'AMAFI soutient plus particulièrement le troisième axe du Plan stratégique que, compte tenu des enjeux et de l'urgence, elle estimerait d'ailleurs nécessaire de placer au premier rang.

---

<sup>1</sup> Notamment à partir du récent Livre vert de la Commission européenne sur le financement à long terme de l'économie européenne (*v. AMAFI / 13-31, 24 juin 2013*).

<sup>2</sup> Dans l'incertitude de son évolution, le projet de Taxe européenne sur les transactions financières se révèle d'ores et déjà avoir des effets particulièrement désastreux en termes de localisation des activités, en conduisant de nombreux acteurs à revoir leur implantation géographique pour en éluder les conséquences concurrentielles lorsqu'ils fournissent des services financiers à des personnes établies en dehors de la zone de coopération renforcée en ce qui concerne des produits financiers également émis en dehors de cette zone.

Comme le relève l'Autorité elle-même, « *la mission légale de l'AMF « veiller au bon fonctionnement des marchés » (Code monétaire et financier – L.621-1) ne s'entend pas simplement sous l'aspect du fonctionnement technique des marchés. Le rôle économique des marchés et leur fonction au service du financement des entreprises font partie intégrante du « bon fonctionnement des marchés » et doivent être pris en compte par le régulateur ».*

9. Dans ce cadre, sous l'axe « *Agir pour le fonctionnement de l'économie* », l'AMAFI relève particulièrement les points suivants parmi les constats et actions identifiés par l'AMF :

- i. « *Les investisseurs particuliers tendent à valoriser la **proximité** dans leurs choix de placement* ».

Cette mention laisse perplexe. Les particuliers tendent surtout à valoriser la sécurité et la liquidité, d'autant plus qu'ils y sont encouragés par la fiscalité. Pour ceux qui cherchent du rendement, il n'est pas certain que la proximité du placement soit un facteur décisif. Si la proximité est recherchée, ce n'est pas celle du placement lui-même, mais plus celle de celui auquel s'adresse l'épargnant pour le réaliser, cette proximité étant vue comme un facteur de sécurité supplémentaire.

- ii. « *Le **dynamisme de la Place** est nécessaire dans l'intérêt des épargnants et des entreprises* ».

L'AMAFI approuve pleinement cette affirmation dont la justesse n'est malheureusement pas assez ressentie par les pouvoirs publics comme génératrice d'un enjeu collectif (*v. aussi infra § 10 et s.*). On peut aussi ajouter qu'un moindre dynamisme de la Place aura inévitablement un impact à terme sur la capacité de la France à faire entendre sa voix dans les instances de régulation internationale et européenne : cela ne pourra être durablement possible sans écosystème ayant une substance suffisante (*v. aussi infra § 11.ii*).

- iii. « *Les marchés obligataires ont connu un renouveau pour les grandes entreprises et dans une moindre mesure les entreprises de taille intermédiaire* ».

Ce renouveau découle d'une nécessité pour les entreprises, créée par le besoin de diversifier la ressource financière dans un contexte de crédit plus rare du fait de Bâle 3. Un des enjeux de cette nouvelle situation est le développement et la fluidification des formes de placement privé de titres obligataires qui naissent sous la demande, non seulement des entreprises, mais aussi des investisseurs soucieux de bénéficier de rendements plus élevés. La création d'un marché de l'Euro PP fluide et efficient, à l'instar de l'US PP, est particulièrement centrale de ce point de vue.

- iv. L'AMF « *doit en tous cas être attentive à ce que la régulation ne soit pas un frein [au développement] [de la cote]* ».

Il faut effectivement veiller au bon équilibre entre les soucis de protection de l'épargne et les préoccupations de bon financement des entreprises. Les épargnants français n'ont rien à gagner d'une économie nationale incapable de financer son développement, et donc de générer de la richesse collective et des emplois.

Mais il faut aussi que cette préoccupation soit portée au niveau européen. Les exigences d'information qui pèsent sur les entreprises sont particulièrement élevées en Europe, sans qu'il soit assuré que les conséquences qui en résultent, en termes de coûts notamment, ne créent pas à leur détriment un désavantage compétitif que ne contrebalance pas de façon suffisante l'accroissement de protection des investisseurs qui est recherché (*v. aussi infra § 22.vii*).

- v. « *Le régulateur doit être attentif au bon équilibre, au niveau macro-économique, entre la dette et les fonds propres* ».

Les conséquences liées à cette mention n'apparaissent pas clairement. Quelles actions concrètes, autres que d'alerte (*v. infra § 10 et s.*), pourraient découler de cette attention ? Il n'est pas certain d'ailleurs qu'au niveau macroéconomique, qui par essence est beaucoup plus large que les seules sociétés cotées ou réalisant des offres au public, l'AMF dispose des données nécessaires, dans les mains plutôt de la Banque de France ou de l'INSEE.

- vi. « *Le financement de l'économie par les marchés peut être développé comme fonction transversale au sein du régulateur, touchant à une large palette de thématiques déjà abordées par l'AMF mais nécessitant une approche globale* ».

Dans le contexte décrit, cette piste apparaît tout à fait appropriée : il est important que l'action des services et du Collège prenne en considération les répercussions éventuelles qui peuvent en résulter au plan du financement de l'économie, y compris comme cela a été indiqué (*v. supra § 9.iv*), en termes d'arbitrages par rapport aux préoccupations de protection des épargnants. Pour l'AMAFI, le « *peut* » devrait être remplacé par un « *doit* ».

- vii. « *Une préférence moins marquée pour les placements de court terme, et un recours accru au financement equity* ».

Le financement actions doit certainement être privilégié car étant l'outil principal du financement à long terme des entreprises. Pour autant, la composante obligataire ne peut être négligée. Pour beaucoup d'entreprises, notamment petites et moyennes, il s'agira d'autant plus de pallier la raréfaction du crédit bancaire qu'elles continueront à ne pas souhaiter ouvrir leur capital afin de ne pas perdre la maîtrise de leur stratégie.

- viii. « *Accompagner le développement de formes adaptées et sécurisées de titrisation dans un cadre juridique en cours de rénovation* ».

La titrisation constitue un enjeu absolument majeur compte tenu du glissement du modèle de financement européen vers le marché sans qu'aucune transition n'ait été préparée. Les marchés de la titrisation sont en effet indispensables pour permettre aux banques de « recharger » leurs capacités de crédit, alors qu'elles resteront des interlocuteurs incontournables pour le financement des TPE et d'un grand nombre de PME, qui n'auront jamais directement accès aux financements de marché. Pour le moment toutefois, le sentiment est qu'encore trop peu est fait sur le plan de la régulation par rapport à la nécessité absolue de relancer la titrisation, même s'il faut bien sûr saluer la récente modification de la réglementation prudentielle et comptable applicable aux sociétés d'assurance afin de leur permettre d'investir dans des obligations émises par des organismes de titrisation<sup>3</sup>.

- ix. Parmi les mesures déjà prises « *concernant l'adaptation du cadre réglementaire aux PME et ETI* », figure le « *Relèvement du seuil d'offre au public de 2,5 à 5 millions d'euros* ».

Si cette mesure est effectivement favorable, il faut néanmoins rappeler que de manière paradoxale, elle ne concerne pas les sociétés cotées sur Alternext pour lesquelles le seuil en dessous duquel une opération n'est pas qualifiée d'offre au public et de ce fait, dispensée de l'établissement d'un prospectus, reste fixé à 2,5 M€. Il en résulte une forte contrainte pour les émetteurs cotés sur Alternext, dont par principe la taille est faible. Cette contrainte est d'autant plus inadaptée qu'elle ne peut trouver sa justification dans une volonté particulière de protection des investisseurs à partir du moment où, sur le marché réglementé qui devrait être celui qui leur offre la protection la plus aboutie, cette même contrainte a été levée ...

<sup>3</sup> Décret n° 2013-717 du 2 août 2013 modifiant certaines règles d'investissement des entreprises d'assurance.

Comme elle l'avait demandé au moment de la transposition dans le RG AMF de certaines dispositions de la directive 2010/73/UE, l'AMAFI réitère donc à nouveau son souhait que le seuil de 2,5 M€ applicable aux sociétés cotées sur Alternext, soit remonté lui-aussi à 5 M€.

- x. « *Accompagner le développement de la finance participative (crowdfunding) en trouvant un équilibre entre des financements de proximité et l'intérêt des épargnants* ».

Les initiatives en matière de financement participatif<sup>4</sup> sont naturellement à examiner de près dans la mesure où elles peuvent permettre de satisfaire des besoins qui autrement, ne seront pas remplis. Les enjeux liés au basculement de notre modèle de financement imposent en effet d'étudier toutes les pistes de solution.

On ne peut toutefois ignorer que le cadre dérogatoire qui est aujourd'hui imaginé pour cette catégorie de financement n'a de légitimité que parce que les volumes de financements concernés sont marginaux, voire très marginaux. S'il en était autrement, la question nécessiterait alors d'être replacée dans le contexte plus global des contraintes s'appliquant aux entités qui traditionnellement, sont les acteurs du financement des entreprises<sup>5</sup>, soit en tant que banques, soit en tant qu'entreprises d'investissement, quitte à redéfinir alors les priorités qui ont conduit à constituer et renforcer au fil du temps ces contraintes, notamment en termes de protection des investisseurs.

L'enjeu que constitue le financement participatif doit donc aussi être apprécié à l'aune de la réponse, nécessairement limitée, qu'il peut apporter concrètement aux problématiques de financement des émetteurs. Il ne faut pas que l'attention qui est aujourd'hui mobilisée sur cette question, masque les autres priorités qui doivent mobiliser urgemment l'attention des pouvoirs publics et de l'AMF (v. aussi infra § 22.).

- xi. « *La constitution de fonds d'investissement à long terme, du type fonds fermés ou fonds à échéance longue est un objectif important pour le bon financement de l'économie* ».

C'est particulièrement important par rapport aux caractéristiques que présente l'investissement dans des titres de PME et ETI, source essentielle du financement de leur développement, et partant de la croissance. Relève d'ailleurs de la même dimension, la volonté d' « *Être ouvert à un **assouplissement des exigences de liquidité** pour les placements longs* ». Encore une fois, l'urgence et l'importance de la situation nécessitent de revoir les priorités qui ont conduit à l'édification du cadre actuel.

- xii. « *Les évolutions de l'actionariat d'Euronext constituent une opportunité historique* ».

Cette opportunité n'a de sens que s'il existe une conviction collective forte quant à l'intérêt d'une Place financière en mesure de répondre aux besoins des entreprises et des épargnants français, ce qui est loin d'être avéré pour les raisons développées par ailleurs (v. infra § 10 et s.).

L'AMAFI renvoie en la matière à la position qu'elle a exprimée « *Offre ICE sur NYSE - La qualité de notre écosystème de marché est un enjeu de souveraineté nationale* » (AMAFI / 13-19, 18 avril 2013).

<sup>4</sup> Terme retenu pour traduire celui de *crowdfunding*, même si celui de « financement par la foule » serait sans doute plus précis par rapport au sens anglais.

<sup>5</sup> Surtout au moment où le *shadow banking* est au centre des réflexions internationales.

- xiii. « Renforcer la clarté et la lisibilité de la régulation, et prolonger les travaux déjà engagés autour de la doctrine, en s'appuyant sur le nouveau site internet de l'AMF ».

Outre que la stabilité de la régulation est aussi un élément important qui devrait être pris en considération, l'AMAFI souligne que la doctrine semble parfois constituer pour l'AMF un moyen d'attacher des conséquences juridiquement discutables à certaines règles, au détriment de la compétitivité des acteurs exerçant sous son autorité par rapport à leurs concurrents européens. Si l'intérêt général peut en certains cas justifier une telle approche, il est néanmoins nécessaire que la décision soit alors prise en toute connaissance de cause, assumée et extériorisée comme telle. A cet effet, l'AMAFI souhaite que, comme cela est d'ailleurs déjà souvent le cas, la concertation avec les associations professionnelles continue d'être développée afin que tous les arguments utiles puissent être portés à l'attention de l'AMF dans le cadre de l'élaboration de sa doctrine (v. aussi infra § 17 et 19).

En tout état de cause, une telle démarche est d'autant plus nécessaire que la règle que la doctrine cherche à éclairer fait partie du corpus européen harmonisé car le risque de distorsion concurrentielle est alors maximal (v. aussi infra § 15.iii).

## L'AMF a un rôle majeur à jouer pour éclairer les citoyens et les décideurs sur le rôle de la finance

10. Dans son deuxième axe, intitulé « Rétablir la confiance des épargnants », le troisième objectif qui y est défini consiste à « Eclairer les citoyens et les décideurs sur le rôle de la finance ».

L'AMAFI considère que cet objectif, tout à fait primordial, a une nature transversale dans la mesure où il a aussi des interactions fortes avec les deux autres axes identifiés, « Agir pour le fonctionnement de l'économie » (v. supra § 5 et s.), comme l'a noté l'AMF elle-même, mais aussi « S'investir pour des marchés européens sûrs et transparents ». Il est en effet consternant de constater que la place que tient le marché financier dans notre économie soit à ce point méconnue par l'opinion publique, mais aussi, et de façon plus grave, par de nombreux décideurs politiques. La crise a encore accentué ce phénomène : la part indéniable de responsabilité de la finance dans son déclenchement en 2007<sup>6</sup> a conduit beaucoup de composantes politiques, économiques et sociales de notre pays à se placer dans une posture de négation de l'utilité d'une Place financière, au point de paraître parfois souhaiter la disparition ou le déplacement ailleurs, non seulement de la richesse et des emplois qu'elle crée, mais aussi et surtout des services qu'elle fournit aux entreprises et aux épargnants.

11. Cette posture de négation est pourtant préjudiciable car :

- i. La part du marché est appelée à se renforcer sensiblement du fait des mesures prudentielles introduites en réponse justement à la crise, qui conduisent à réduire la part du crédit bancaire dans le financement de l'économie (v. aussi supra § 6). Ne pas conserver sur notre sol les compétences et les outils de marché assurant le financement de notre économie, c'est accepter que ce rôle soit tenu désormais par d'autres, avec des priorités propres sur lesquelles nous n'aurons aucune maîtrise.
- ii. La capacité de la France à influencer sur les orientations prises par les instances de régulation internationale et européenne est largement corrélée à la taille de sa place financière et à la dimension internationale des grands acteurs de marché qu'elle régule et supervise (v. aussi supra § 9.ii).

<sup>6</sup> Mais sans voir comment sa transformation en crise de la dette et crise de la zone euro résulte d'autres causes.

- iii. Il est déraisonnable de faire dépendre la stratégie et le développement de nos grandes entreprises, souvent leaders mondiaux dans leur secteur d'activité, d'un financement toujours accru par l'épargne internationale. L'on sait en effet que cette épargne est prompte, lors de chocs économiques, à se replier au plus près de ses bases géographiques, avec une fragilisation financière des émetteurs concernés au moment même où leurs besoins en la matière sont souvent les plus importants. Il y a là aussi une question de souveraineté dès lors qu'il ne peut être admis sans inquiétude que les fleurons de notre économie soient la propriété majoritaire d'étrangers qui d'ores et déjà, détiennent en moyenne plus de 43% de la capitalisation du CAC 40.
- iv. Il ne peut être soutenu que le retour de la croissance repose largement sur les PME et ETI sans se préoccuper de leurs conditions de financement dans un environnement où l'accès au crédit bancaire, pour les raisons déjà énoncées, sera restreint. Si les données disponibles montrent qu'il n'y a pas de difficulté pour l'heure, c'est à raison d'un contexte économique atone, avec des parts de marché et des taux de marge en forte baisse. Il fait en revanche peu de doute que notre écosystème n'aura pas les moyens de financer la reprise économique pour laquelle tous les efforts sont aujourd'hui engagés. Ce sont les entreprises naissantes, les PME et les ETI, qui pour la plupart, n'ont pas accès aux marchés de capitaux internationaux mais seulement à une épargne de proximité, qui seront alors affectées en priorité par l'attrition d'un écosystème de place qui ne sera plus en capacité de fournir les financements demandés.
- v. Il ne peut être ignoré que l'affaiblissement de la Place sur les fonctions de financement et de gestion des risques a des incidences en termes de localisation des centres de décision des grands utilisateurs de services de marché. Comme le montre l'expérience passée des pays nordiques, et comme le confirme la décision récente de l'une de nos grandes entreprises de localiser sa gestion de trésorerie à Londres<sup>7</sup>, la recherche de services performants invite en effet les émetteurs à se localiser à proximité de leurs principaux fournisseurs, surtout si ceux-ci sont au même endroit que les investisseurs internationaux qui assurent leur financement. Avec les directions financières, ce sont alors plusieurs autres fonctions à haute valeur ajoutée, qui leur sont liées directement ou indirectement, qui se déplacent aussi (avocats, cabinets de conseil, ...).
- vi. L'activité financière est source d'emplois à haute valeur ajoutée, générateurs de richesse collective et créateurs de nombreux emplois induits, dont certains également à haute valeur ajoutée (avocats, cabinets de conseil, service informatique, ...). En tout état de cause, alors que la nécessité de suivre et de maîtriser les risques financiers a été mise en exergue par la crise, l'affaiblissement de la Place se traduit par une déperdition d'expertise sur ces fonctions qui ne peut pas être considérée sans inquiétude.

12. Tous ces éléments devraient être placés au centre d'un grand débat public, au moins pour assurer que les décisions qui sont prises aujourd'hui et qui conditionnent les conditions de financement de notre économie dans l'avenir, le sont en connaissance de cause. C'est cependant loin d'être le cas comme les discussions à l'occasion de la loi de séparation bancaire ont été une nouvelle fois l'occasion de le mettre en évidence.

L'AMAFI estime ainsi qu'en ce domaine, il existe un axe d'action fort à mettre en œuvre par l'AMF en capitalisant sur son statut d' « *autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale* », qui comme l'a rappelé le Conseil d'Etat<sup>8</sup> a pour objet de « *soustraire certaines fonctions dans certains secteurs à l'emprise des gouvernants, à les « dépolitiser » en quelque sorte, pour les confier à des instances dites neutres et impartiales, dans une sorte de « disjonction entre l'État, personne morale et l'État pouvoir politique* »<sup>9</sup>. Compte tenu des missions que lui a confié le législateur<sup>10</sup>, il serait donc

<sup>7</sup> V. « Total met le cap sur Londres », Le Point, 6 août 2013.

<sup>8</sup> Les autorités administratives indépendantes, Conseil d'Etat, Rapport public 2001, p. 251 et s.

<sup>9</sup> V Rapport Conseil d'Etat précité, p. 286 qui cite ici J. Chevallier : « *Réflexions sur l'institution des autorités administratives indépendantes* », S. J. 1986, G. I. Doctrine n° 3254.

<sup>10</sup> Et de nature d'ailleurs à répondre directement aux observations du FMI quant aux réserves exprimées sur la

totalelement légitime que l'AMF fasse entendre une voix forte et autonome sur les questions de marché, d'épargne et de financement des entreprises qui, non bridée par des partis pris politiques, apporte un éclairage objectif au gouvernement et au législateur sur les conséquences attachées aux décisions qui relèvent de leur ressort.

13. L'AMAFI souscrit donc totalement à ce qu'indique l'AMF, non seulement en introduction de son document de consultation, mais également dans le troisième objectif de son deuxième axe.

**« Le métier de l'AMF n'est pas seulement technique. Le régulateur doit disposer d'une vision, construire un discours public et en faire la pédagogie. Nous percevons un décalage significatif entre notre métier de régulateur et : La compréhension qu'en a le grand public et sa défiance face à la finance ; La perception du monde politique quant au secteur financier (...). De ce fait, le plein exercice des missions de l'AMF suppose : De la pédagogie quant au rôle de la finance ; Une explicitation accrue des normes et de la régulation ; Une contribution au débat d'idées et l'apport d'éclairages économiques (...). »** L'AMF doit ainsi « S'exprimer sur l'allocation de l'épargne et le rôle de la finance et être force de proposition auprès des pouvoirs publics », et « Renforcer les relations institutionnelles avec le Parlement à travers des opérations spécifiquement destinées aux parlementaires (par exemple sur la surveillance des marchés ou sur les produits d'épargne) ».

14. L'Association estime cependant que l'acuité de la situation comme les moyens limités dont elle dispose imposent à l'AMF de concentrer ses efforts là où ils sont le plus susceptibles de donner des résultats visibles à brève échéance. Autrement dit, cette action doit être menée en premier lieu à destination des relais d'opinion, parmi lesquels prioritairement les pouvoirs publics, plutôt que le grand public pour lequel la problématique, beaucoup plus large, est aussi liée à un déficit d'éducation économique générale qui nécessitera du temps pour se résorber.

Même s'il est bien sûr utile qu'elle participe également à l'éducation du public, l'AMF doit donc focaliser son action là où elle est la plus immédiatement utile.

## **La réalité de l'intégration européenne doit imprégner toutes les actions de l'AMF**

15. Le premier axe du Plan stratégique, intitulé « S'investir pour des marchés européens sûrs et transparents » décrit les six objectifs qu'entend poursuivre l'AMF.

L'AMAFI partage généralement l'analyse de l'Autorité s'agissant des objectifs 1 à 4 et 6. Dans ce cadre, elle souhaite seulement souligner particulièrement les points suivants parmi les constats et actions identifiés par l'AMF :

- i. Les « principales règles sont désormais définies dans les enceintes européennes et internationales ».

L'enjeu n'est plus aujourd'hui la définition d'une norme commune, mais sa mise en œuvre commune. Si la constitution d'ESMA représente une réelle avancée de ce point de vue, on ne peut toutefois espérer que son action puisse rapidement conduire à supprimer des différences issues de traditions juridiques et culturelles plus ou moins éloignées, surtout quand une partie du travail confié à ESMA au niveau 3 de la législation européenne provient de problématiques que les échelons politiques des niveaux 1 et 2 n'ont pas voulu ou pas pu trancher.

Aussi, dès lors que la mise en œuvre de la norme européenne reste largement entre les mains de chaque régulateur national, l'AMF continue à avoir un rôle essentiel à jouer car, comme elle le relève, « les questions de localisation des acteurs sont de plus en plus prégnantes et la compétitivité de la Place financière de Paris nécessite une grande vigilance de la part de la

*puissance publique* ». Il ne faut d'ailleurs pas se leurrer, pour beaucoup d'homologues de l'AMF, ces questions sont au cœur de leurs préoccupations, et leur action prend en compte de manière importante les répercussions qui en découlent pour leur Place financière.

Pour ces raisons, l'AMAFI tient particulièrement à saluer l'initiative récente prise par l'AMF pour la mise en œuvre de l'exemption pour les activités de tenue de marché et les opérations de marché primaire prévue par le règlement européen sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit : constatant que de nombreux régulateurs européens n'appliquaient pas tout ou partie des orientations émises par l'ESMA sur le sujet, l'Autorité a en effet décidé de différer la date d'entrée en application de sa position (*Position AMF n° 2013-09*) « à la date d'application par l'ensemble des régulateurs européens des orientations émises par l'ESMA ».

ii. Le «  *marché unique européen des services financiers est de plus en plus une réalité* ».

Cette réalité, fruit d'une volonté politique mise en œuvre il y a vingt-cinq ans et approfondie continûment depuis, est totale aujourd'hui pour ce qui concerne les marchés *wholesale*, ceux-ci ne devant pas être réduits aux produits et services destinés à des clients professionnels au sens de la directive MIF, mais devant englober également la plupart des clients dits institutionnels (*v. aussi infra § 22.x*).

Mais, comme l'attestent certaines publicités dans des médias grand public, cette réalité commence aujourd'hui à concerner aussi les clients dits de détail, même s'il ne s'agit pour le moment que de la frange la plus avertie d'entre eux.

Ainsi que cela a déjà été souligné (*v. supra § 9.ii et 11.ii*), ce nouvel environnement, conjugué à l'affaiblissement des acteurs placés sous la tutelle des autorités financières françaises porte en germe une moindre capacité de celles-ci à influencer, par leur régulation, sur les évolutions en cours en matière de régulation des produits et services fournis aux émetteurs et aux investisseurs.

iii. « *Soutenir le développement de l'ESMA* », et notamment « *l'harmonisation et la cohérence des cadres réglementaires* ».

L'AMAFI partage nécessairement une telle orientation. Agir en ce sens signifiera en effet la réduction, sinon la disparition des situations dans lesquelles la doctrine de l'AMF ne sera pas en parfaite cohérence avec la doctrine européenne commune (*v. supra § 9.xiii*). Sous le bénéfice des limites précédemment rappelées (*v. supra § 15.i*), pour la compétitivité de la Place de Paris, l'enjeu du contenu même de la norme est aujourd'hui secondaire par rapport à celui de son application uniforme partout en Europe.

iv. La « *mobilité des collaborateurs de l'AMF et leur présence dans les enceintes européennes et internationales sont déterminantes* ». Il faut donc « *Augmenter le nombre de postes en détachement dans les instances internationales* ».

L'AMAFI partage ce constat, d'autant plus qu'elle y voit aussi l'intérêt d'ouvrir l'attention des collaborateurs ainsi détachés à d'autres conceptions de la régulation. Elle souhaite néanmoins qu'à un moment où la nécessité d'un régulateur fort, réactif et attentif aux besoins de la Place est en jeu, ces détachements ne se traduisent pas par un affaiblissement de ses équipes dès lors que les personnels concernés devraient en priorité être ceux à fort potentiel, qui sont les plus à même de valoriser la conception de régulation française et d'influer sur l'action des instances dans lesquelles ils sont détachés.

- v. « Les travaux européens impliquent une importante charge de travail, directement liée aux métiers opérationnels. » « Impliquer davantage et plus directement les directions opérationnelles de l'AMF dans les travaux internationaux et européens ».

L'interpénétration presque complète des niveaux de régulation international, européen et national, comme le fait que l'action de régulation se nourrit nécessairement de l'expertise acquise au plan opérationnel, interdisent une dissociation marquée entre l'échelon opérationnel et celui qui participe directement à l'élaboration de la régulation. Comme cela est noté par ailleurs, « Toutes les directions métiers de l'AMF doivent désormais développer une vision stratégique propre, et disposer en leur sein d'une fonction « régulation » dans un nouvel équilibre de l'approche européenne, juridique et économique ».

Pour autant, il est essentiel de conserver une vision stratégique, transversale, globale et prospective de la régulation que des directions opérationnelles ne peuvent avoir à leur niveau individuel.

- vi. « Participer activement aux **travaux internationaux dans le cadre de l'OICV** ».

Cet axe est important car indissociable de l'action européenne. Non seulement parce qu'il est nécessaire de tendre autant que possible vers des règles harmonisées au niveau international, mais aussi parce que le corpus international constitue le socle minimal des règles ensuite adoptées au niveau européen.

- vii. « Résoudre les difficultés liées au champ d'application territoriale des règles ».

C'est un point particulièrement important sur lequel les acteurs butent régulièrement et qui, étant créateur d'incertitudes plus ou moins fortes, a de nombreuses conséquences en termes de compétitivité de la Place et de localisation des activités des acteurs de marché.

- viii. « Avancer vers une mutualisation de la surveillance en Europe, le cas échéant au niveau de l'ESMA, tout en prolongeant l'effort du plan stratégique précédent pour la surveillance des marchés ».

L'AMAFI partage cette préoccupation pour autant qu'elle conduise à une meilleure efficacité du système de surveillance, notamment en termes de coûts induits pour les établissements financiers. Il ne faut pas en effet qu'une mutualisation partielle conduise à un empilement des standards de reporting, complexes et coûteux à renseigner et gérer pour ceux-ci. Ainsi, quand l'AMF entend « Proposer à des régulateurs étrangers le développement conjoint d'outils de surveillance (magnétoscope de marché, ...) afin de mutualiser les coûts de développement et de favoriser l'uniformisation des données », les attentes et besoins propres des régulateurs ne devraient pas être le seul élément de choix : il faut également tenir compte des contraintes que ces outils de surveillance peuvent induire pour les acteurs de marché, sources potentielles de distorsions concurrentielles.

En tout état de cause, alors que l'AMF est probablement le seul régulateur européen à avoir adopté une surveillance de marché en temps réel aussi fine, il est nécessaire d'assurer que tous les grands centres financiers européens, et particulièrement Londres, rejoindront le standard ainsi défini. A défaut en effet, du fait de la fragmentation des transactions, l'AMF continuera à avoir une vision parcellaire du marché, avec le risque que ceux qui veulent échapper à sa détection, localise leurs transactions là où elles sont les moins scrutées.

- ix. « *Veiller à un développement sécurisé des infrastructures de marché en lien avec l'ACP et la Banque de France et promouvoir la sécurité juridique dans le débat européen sur le droit du titre* ».

Ces axes sont importants. Néanmoins, il faut rappeler que de trop grandes exigences de sécurité peuvent être créatrices de distorsions concurrentielles au détriment des infrastructures établies en France, notamment s'agissant des chambres de compensation dont le cadre d'exercice déterminé par EMIR fixe un niveau d'exigences assez faible au regard des risques que concentrent ces entités. En ce qui concerne le droit des titres, c'est un exemple pertinent du rôle que devrait jouer l'AMF pour éclairer les citoyens et les décideurs (v. supra § 10 et s.) : cette question, majeure, est en effet aujourd'hui traitée de manière technique au lieu de faire l'objet sinon d'une mobilisation collective, du moins d'un large débat ...

- x. *Accompagner les professionnels concernés par la mise en œuvre, complexe, [des] réglementations [en matière de produits dérivés, notamment de commodities]* ».

Compte tenu justement de cette complexité, l'AMAFI souligne particulièrement l'enjeu attaché à des délais de mise en œuvre suffisants. Par ailleurs, le rapprochement effectué entre contrôles et enquêtes à des effets indéniablement négatifs du point de vue de cet accompagnement (v. infra § 22.xix).

- xi. « *EMIR représente une importante opportunité industrielle pour les grandes banques françaises* ».

Les arguments qui permettent de soutenir une telle affirmation, surtout dans le contexte du projet européen de TTF et de la loi de séparation qui vient d'être adoptée en France, mériteraient d'être développés. Il est à craindre au contraire que les positions commerciales fortes construites, aux plans européen et international, par ces acteurs dans les activités de dérivés, particulièrement actions, ne soient actuellement sérieusement menacées.

- xii. « *Identifier les risques du système financier et jouer un rôle d'alerte sur les insuffisances de la régulation* ».

Dans l'environnement post-crise que nous connaissons, cet objectif est bien sûr important. Néanmoins comme l'a montré aussi la crise, les risques naissent de multiples sources dont beaucoup sont bien au-delà des compétences territoriales ou matérielles de l'AMF. Aussi, il est en premier lieu important qu'en la matière, l'action de l'AMF soit parfaitement coordonnée avec les différentes instances qui, aux niveaux national, européen ou international, sont en charge de ces problématiques.

- xiii. « *Développer des études dans les domaines spécifiques à l'AMF, notamment concernant l'épargne financière et la structure des marchés, et en assurer la visibilité* ».

La finalité particulière de cette action doit être d'éclairer les décideurs politiques dans leurs prises de décisions sur les conséquences attachées aux différents choix envisageables (v. supra § 10 et s.).

- xiv. « *Veiller et alerter le cas échéant sur les conditions économiques et concurrentielles dans le secteur financier* ». « *L'AMF doit être vigilante quant à l'impact de son action et de la réglementation sur la localisation des activités financières* ». « *La relocalisation d'activités financières à Paris doit être favorisée dans le souci du financement de l'économie et des intérêts des épargnants. La régulation et la protection de l'épargne peuvent perdre en qualité si les activités financières se déplacent vers d'autres places trop souples en matière réglementaire* ». « *L'action du régulateur permet de développer la confiance des investisseurs et doit contribuer à créer un climat favorable aux affaires* ». « *Eviter le risque de goldplating* ».

*dans la transposition en France des réglementations européennes ; mieux prendre en compte l'attractivité de la Place et communiquer autour de cette dimension ».*

Ces orientations sont évidemment importantes aux yeux de l'AMAFI pour des raisons qui ont déjà été largement soulignées. Elle souhaite néanmoins relever que si le positionnement du régulateur a pu être auparavant un élément déterminant de la compétitivité de la Place, l'enjeu s'est désormais déplacé pour se situer désormais également dans les mains des décideurs politiques : d'où la nécessité de l'éclairage particulier que devrait leur fournir l'AMF (*v. supra § 10 et s.*).

De ce point de vue d'ailleurs, l'Association considérerait indispensable que l'AMF, en lien avec l'ACP, puisse objectiver par des données chiffrées l'affaiblissement de la Place, non dans une perspective de communication publique, mais pour fournir aux décideurs politiques des éléments d'appréciation tangibles.

Par ailleurs, il doit être observé que :

- Le caractère trop souple des réglementations d'autres Etats membres, surtout dans un environnement européen largement harmonisé<sup>11</sup>, n'est pas le principal enjeu attaché à la localisation des services fournis aux émetteurs et investisseurs français. Beaucoup plus important est le fait que, plus les fournisseurs de services et produits seront éloignés, moins l'adéquation fine de ces services et produits avec nos besoins propres sera assurée.
- Les investisseurs qui, à court terme, assureront le financement de l'économie française, sont soit internationaux, soit français de nature institutionnelle. Le défaut de confiance qui peut le cas échéant entraver leur comportement ne relève pas d'abord de l'AMF mais bien plus de leur analyse des fondamentaux économiques de la France (*v. aussi infra § 21*).
- Au stade actuel, l'AMAFI identifie difficilement les éléments sur lesquels pourrait être bâtie une communication publique sur l'attractivité de la Place ...

xv. « *S'impliquer dans les peer reviews européennes* ».

Cet axe est important, notamment pour que l'AMF puisse objectiver les situations dans lesquelles il existe un défaut ou au contraire, un avantage de compétitivité de la Place de Paris. Il faut cependant veiller à ce que ces revues ne se limitent pas seulement à l'examen et la comparaison des règles pour appréhender aussi les conditions dans lesquelles celles-ci sont appliquées, car l'enjeu n'est plus aujourd'hui la définition d'une norme commune, mais sa mise en œuvre commune (*v. supra 15.i*).

## Une coordination de l'action du régulateur avec la Place qui nécessite d'être précisée

16. Après avoir souligné que « *Pour une régulation plus efficace et adaptée, l'AMF souhaite mieux associer l'écosystème de Place à son action d'influence internationale et européenne* », le Plan stratégique identifie au sein de son premier axe un objectif qui est de « *Refonder le lien avec les acteurs de Place pour participer plus efficacement à la régulation européenne* ».

Considérant qu'une « *vision collective française, partagée autant que possible entre le régulateur et l'industrie, est nécessaire* » et que « *Les professionnels peuvent contribuer à diffuser hors de France la vision française des marchés financiers et de leur régulation* », diverses actions sont définies, concernant notamment le rôle des Commissions consultatives et les conditions de consultation de la Place.

<sup>11</sup> Ce qui peut être en jeu n'est pas la réglementation elle-même, mais en réalité l'application qu'en font nos partenaires (*v. supra § 15.i*).

17. S'agissant des Commissions consultatives, il est proposé de les faire évoluer « *afin qu'elles soient mieux orientées vers les questions de régulation européennes et internationales tout en gardant la capacité de traiter les sujets de doctrine et de réglementation nationale* », en révisant leur composition « *afin de disposer en leur sein de relais d'influence vers l'Europe, y compris le cas échéant en incluant des personnes désignées en accord avec les associations professionnelles* ».

L'AMAFI considère toutefois que ces propositions ne sont pas réalistes pour deux raisons :

- i. Le choix d'origine de l'AMF a été de composer ces commissions avec des professionnels nommés *intuitu personae*, en raison de leur expertise. De ce fait, s'ils apportent un éclairage indéniablement utile aux réflexions de l'Autorité, ils ne peuvent pour autant individuellement ou collectivement représenter l'opinion de la Place : la charte de fonctionnement de ces commissions précise d'ailleurs qu'elles permettent « *à l'Autorité de pouvoir se référer à un réseau d'experts opérationnels dont chacun est invité à réagir au nom de son expérience propre, et non en tant que représentant d'une catégorie de professionnels* ».

Beaucoup de ces membres ne sont d'ailleurs même pas en situation de représenter informellement<sup>12</sup> l'opinion de leur établissement dès lors que les conditions de fonctionnement des commissions consultatives mettent en évidence que les ordres du jour et les documents préparatoires leur sont adressés très peu de temps avant chaque réunion, ne leur laissant en conséquence pas la possibilité, s'ils le souhaitent, de rechercher des avis extérieurs. S'agissant ainsi des questions qui excèdent leur domaine de compétence professionnelle, ces membres ne sont donc pas en mesure d'exprimer un avis prenant en compte les différentes facettes attachées à la variété des sujets, souvent très techniques, qui leur sont soumis.

Dans ce cadre, les problèmes déjà rencontrés sur les sujets de doctrine et de réglementation nationale, où l'avis des commissions consultatives, plus que d'orientation, semble parfois primer celui des associations professionnelles, seront renforcés s'agissant des questions de régulation européennes et internationales. L'évolution préoccupante de la Place impose pourtant que sur de tels sujets, puissent être formés des consensus de place aussi large que possible, ce qui ne peut être réalisé qu'au travers des associations professionnelles.

- ii. Les raisons pour lesquelles les membres des commissions consultatives, ou au moins certains d'entre eux, pourraient être des relais d'influence vers l'Europe, n'apparaissent pas. Et le fait que certains soient désignés « *en accord avec les associations professionnelles* » n'est pas de nature à modifier cette appréciation.

La recherche de relais de cette nature ne comporte en tout état de cause d'enjeux que pour autant que l'AMF doive soutenir des positions assez fondamentalement différentes de celles de ses homologues au sein d'ESMA. Or, de ce point de vue, il faut se demander dans quelle mesure les objectifs de l'écosystème dont sont issus ces professionnels pourraient rejoindre ceux de l'AMF. Notre écosystème, surtout pour sa partie composée d'acteurs qui sont dans une approche paneuropéenne, sinon mondiale, est très largement dépendant d'une clientèle internationale<sup>13</sup>, moins soucieuse de la préservation des spécificités françaises que d'une harmonisation des services, procédures et règles autour du benchmark que constitue le modèle anglo-saxon dominant.

18. Pour ces raisons, l'AMAFI estime que les objectifs que poursuit l'AMF ne peuvent être atteints par une simple « évolution » des conditions de fonctionnement des commissions consultatives. Ils supposeraient en réalité un remaniement beaucoup plus important, mais qui conduirait alors à donner à ces commissions un rôle redondant par rapport à celui des associations professionnelles.

<sup>12</sup> Etant observé qu'une représentation formelle nécessiterait une désignation par l'établissement lui-même.

<sup>13</sup> Au sein desquels figurent les grandes entreprises françaises qui, par la composition géographique de leur chiffre d'affaires, sont dans une approche totalement internationale.

Dans le cadre actuel, l'AMAFI souhaite que cette « révision » soit l'occasion de définir :

- Un processus transparent de nomination avec la possibilité pour les associations professionnelles représentatives de formuler des propositions ;
- Une durée de mandat raccourcie à deux ans renouvelable ;
- Une règle d'assiduité permettant de remplacer les membres qui ne peuvent faire preuve d'une présence suffisante ;
- Un processus d'information clair des associations professionnelles s'étant déclarées intéressées à suivre les travaux d'une commission consultative pour assurer, alors que l'Association a pu constater que les pratiques n'étaient pas uniformes selon les le cas, qu'elles reçoivent en même temps que les membres, les différents documents adressés à ces derniers.

19. S'agissant des conditions de consultation, il est proposé de « Définir un **mode de consultation plus souple**, en consultant parfois directement les professionnels »

L'AMAFI ne peut évidemment pas partager cette orientation si elle est conçue comme une alternative et non comme un complément de la concertation de Place organisée dans des délais raisonnables au travers des associations professionnelles représentatives. Cette forme de concertation est en effet le seul moyen de dégager des propositions de consensus, arbitrant entre les différentes contraintes des acteurs tout en présentant des solutions alternatives constructives au régulateur.

Pour l'Association, le principe d'une consultation systématique des associations professionnelles représentatives sur les projets qui les concernent devrait au contraire être clairement exprimé au moment même où les enjeux collectifs de la Place deviennent centraux. Cela est d'autant plus important que les associations professionnelles peuvent seules se faire l'écho des préoccupations des établissements de petite taille, au cœur de l'écosystème de proximité, qui concrètement, n'ont pas la possibilité de participer aux commissions consultatives et ne sont pas en général en contact direct avec les services de l'AMF.

En tout état de cause, la « consultation » des professionnels qu'envisage ainsi l'AMF ne sera « souple » que parce qu'elle sera informelle, avec tous les risques qu'implique un tel processus. L'Autorité peut évidemment y recourir, mais elle ne peut alors considérer avoir procédé à une consultation.

20. Par ailleurs, s'agissant de l'objectif « Refonder le lien avec les acteurs de Place pour participer plus efficacement à la régulation européenne », l'Association souhaite souligner les points suivants :

- i. « Organiser des rencontres régulières à haut niveau avec les grandes associations de Place représentant les acteurs financiers et les épargnants ».

Il n'est pas sûr qu'un déficit existe en la matière. Pour ce qui la concerne, l'AMAFI estime que chaque fois qu'elle a souhaité rencontrer l'AMF au niveau technique ou politique, cela a pu être organisé relativement facilement, même s'il faut cependant noter qu'au niveau politique, l'initiative de telles rencontres est rarement prise par l'AMF elle-même. En outre, l'Association considère que le dialogue qu'elle entretient avec les services est, de manière générale, de très bonne qualité. Encore une fois, les réserves de l'Association proviennent sur ces questions de l'articulation réalisée entre commissions consultatives et associations professionnelles où l'avis des premières semble, dans un certain nombre de cas, ne pas seulement servir à orienter les services de l'Autorité pour prendre le pas sur la concertation formelle avec les secondes.

Toutefois, la raison pour laquelle ce point est particulièrement identifié en tant que nécessité pour participer à la régulation européenne n'apparaît pas clairement. Cela fait plusieurs années que la réglementation est très largement issue des normes européennes, et intégrée comme telle par les associations professionnelles.

- ii. « *Etudier l'opportunité de créer un comité juridique de Place orienté sur la régulation européenne* ».

L'idée nécessite sans doute d'être creusée, mais on ne voit pas qu'elle serait l'articulation de ce comité avec les commissions consultatives (où les professions juridiques sont d'ailleurs largement représentées), avec lesquelles il semble présenter de nombreux points de recoupements.

- iii. « **Communiquer sur la stratégie européenne et internationale de l'AMF** ». « *Fournir une information actualisée sur le site internet concernant les dossiers en cours de négociation au niveau européen* ».

L'idée est très intéressante pour autant que puisse être convenablement résolue la difficulté de mettre à disposition une information réellement utile qui ne perturbe pas la stratégie de négociation de l'AMF. Sous cette réserve, il serait indéniablement approprié que les modes d'échange avec la Profession sur ces questions soient plus structurés dans des conditions qui devront être précisées.

## **Rétablir la confiance des épargnants sera une œuvre de longue haleine qui n'est pas uniquement dans les mains de l'AMF**

21. Le deuxième axe du Plan stratégique, intitulé « *Rétablir la confiance des épargnants* », est certainement incontournable au regard des missions imparties à l'AMF.

L'AMAFI souhaite néanmoins souligner, comme elle l'a déjà indiqué, qu'une telle mission constitue un objectif ambitieux de long terme, compte tenu du stade de « désamour » de la finance atteint par nos concitoyens. Celui-ci, qui trouve sa source dans une insuffisante compréhension d'un certain nombre de mécanismes économiques, conduit beaucoup d'entre eux à se placer dans une posture de négation de l'utilité économique et sociale des marchés financiers. Pour cette raison, le troisième objectif de cet axe « *Eclairer les citoyens et les décideurs sur le rôle de la finance* », présente une acuité toute particulière (*v. supra § 10 et s.*).

Par ailleurs, il faut considérer que les investisseurs qui, à court terme, assureront le financement de l'économie française, sont soit internationaux, soit français de nature institutionnelle. Il ne peut être espéré que, directement, les épargnants français apportent une contribution à ce financement qui soit à la hauteur des enjeux.

22. Dans ce cadre, s'agissant de cet axe « *Rétablir la confiance des épargnants* », l'AMAFI souhaite souligner les points suivants parmi les constats et actions identifiés par l'AMF :

- i. « *La finance participative (crowdfunding) suscite de l'enthousiasme et se développe* ».

Cet « enthousiasme » doit être analysé au regard des limites précédemment rappelées (*v. supra § 9.x*). Outre qu'il ne peut être une justification pour n'importe quelle évolution, il apparaît largement lié à l'impression qu'ont les épargnants que le rapport qu'ils nouent par ce canal serait de nature différente de celui qui existe au travers de la finance « traditionnelle ». L'intérêt de nombre d'épargnants pour le *crowdfunding* trouve donc aussi sa source dans l'alternative qu'il leur offre au moment même où ils rejettent massivement cette finance « traditionnelle ».

Dans un contexte de développement du *crowdfunding*, et notamment des sommes qu'il draine sur chaque projet, on peut toutefois se demander quelle est la réalité de la différence du rapport noué entre demandeur de financement, acteur du *crowdfunding* et offreur de financement, lorsque ce dernier n'est pas dans une perspective caritative ou philanthropique, ou encore qu'il n'existe pas une proximité forte (familiale ou géographique) entre lui et le demandeur de financement.

L'AMAFI comprenant que des propositions évolutions du cadre applicable aux activités de placement seront soumises à consultation par l'AMF courant septembre, elle précisera et développera à cette occasion les éléments de raisonnement qui lui paraissent importants à prendre en compte en la matière.

- ii. « Protéger l'épargne investie dans les marchés, c'est mettre à disposition des épargnants, investisseurs et actionnaires le **cadre sécurisé** sans lequel ils ne peuvent pas investir à long terme dans l'économie ».

Comme le relève l'AMF en introduction, il faut veiller à ce que l'exigence d'un cadre sécurisé ne se traduise pas par un cadre déresponsabilisant, la sécurité étant souvent assimilée à la certitude des gains attendus au travers du placement réalisé. Car, « Protéger les investisseurs ne doit pas amener à décourager les choix d'**investissement longs et risqués**, qui peuvent amener un meilleur rendement et sont nécessaires pour le financement de l'économie ». En tout état de cause, il faut rappeler que le facteur de fragilisation le plus important pour l'investissement à long terme des épargnants est probablement celui de l'instabilité fiscale ...

- iii. « L'AMF peut développer un discours macro-financier reconnu sur l'épargne financière et son allocation. »

Ce ne doit pas seulement être une possibilité, mais une exigence.

- iv. « Une meilleure réparation des préjudices, gage de confiance pour les épargnants et suffisamment dissuasive pour les acteurs financiers ».

L'AMAFI ne comprend pas le lien établi entre réparation du préjudice et dissuasion. La notion de dommages et intérêts punitifs n'existe pas en droit français.

- v. « L'action de l'AMF s'inscrit dans un important partenariat avec l'ACP, au travers du Pôle commun AMF-ACP ».

L'AMAFI a de fortes réserves sur les conditions actuelles de mise en œuvre de ce partenariat dans lequel les besoins et contraintes de l'ACP semblent largement primer.

Ainsi, lorsque l'AMF et l'ACP ont décidé en 2010 de limiter en pratique les instruments financiers complexes commercialisables au grand public, elles ont toutes deux eu recours à leurs instruments de doctrine (*Position AMF n° 2010-05 et Recommandation ACP 2010-R-01*). Si elles se sont alors concertées sur leurs contenus afin que des principes similaires s'appliquent dans le domaine des services d'investissement comme dans celui de l'assurance-vie, cela n'a toutefois pas empêché des différences importantes sur des points de fond non liés à la nature des produits entrant dans leurs champs de compétence respectifs. En outre, alors qu'aujourd'hui, l'AMF met à jour sa Position de 2010 et prend deux autres positions-recommandations relatives aux instruments financiers complexes, l'ACP ne présente aucun projet parallèle dans le domaine de l'assurance-vie et ne semble pas non plus envisager de mise à jour de sa Recommandation de 2010.

Cette situation, dont la cohérence demanderait à être clarifiée au regard des objectifs assignés au Pôle commun, crée des différences significatives en fonction de l'enveloppe de commercialisation utilisée, non seulement en termes de protection de la clientèle, mais également de processus de commercialisation.

Par ailleurs, s'agissant de la doctrine relative au recueil des informations relatives à la connaissance du client (*Position AMF n° 2012-13 et Recommandation ACP 2013-R-01*), l'AMAFI a déjà souligné qu'en matière de services d'investissement, il était contestable de la part de l'AMF d'ajouter aux textes déjà applicables en la matière, surtout alors qu'ils procèdent

d'une norme européenne étroitement harmonisée tout en étant particulièrement aboutis et précis en matière de protection de la clientèle en général, de conditions d'évaluation du client en particulier.

Si l'ACP a pu estimer que pour les activités qu'elle supervise, les textes en vigueur étaient insuffisants ou peu clairs, il n'y avait ainsi aucune raison pour qu'il en soit de même pour l'AMF, surtout alors qu'au même moment elle était engagée, au travers d'ESMA, dans un processus parallèle d'expression d'une doctrine sur ce même sujet, conduisant à ce que, quelques jours après la publication de sa Position n° 2012-13, l'AMF publie sur le même sujet une autre position, issue celle-ci d'Orientations d'ESMA (*Position AMF n° 2013-02*). Une telle duplication « automatique » va ainsi à l'encontre de nombre d'affirmations énoncées par le Plan stratégique en ce qui concerne la nécessité d'une adaptation aussi précise que possible de l'action de régulation (*v. particulièrement supra § 9.xiii, 15.iii, 15.xiv*). Il est impératif que tout dossier traité par le Pôle commun tienne soigneusement compte des éventuelles différences de bases réglementaires applicables aux établissements et/ou activités supervisés par l'ACP d'une part, par l'AMF d'autre part.

- vi. L'action de l'AMF « *s'appuie également sur d'autres partenariats, notamment avec la DGCCRF, avec l'Autorité de régulation professionnelle de la publicité (ARPP) ou encore l'Institut National de la Consommation (INC)* ».

L'AMAFI observe que la CNIL ne figure pas dans cette liste alors que la réglementation de l'AMF connaît différentes interactions, parfois problématiques pour les établissements financiers, avec la réglementation de cette dernière.

- vii. « *Les préoccupations sociales, environnementales et de gouvernance suscitent un intérêt croissant et méritent l'attention du régulateur* ». « *Développer une approche de l'information extra-financière, de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) et de l'Investissement Socialement Responsable (ISR)* ».

S'il est réel, l'enjeu de cet « intérêt croissant » doit néanmoins être pondéré au regard d'épargnants qui interviennent de moins en moins en direct sur des instruments permettant le financement des entreprises. En tout état de cause, toute action de cette nature ne devrait être menée que dans le cadre européen pour ne pas créer des distorsions concurrentielles à l'encontre des émetteurs français.

- viii. « *Mettre à disposition, sur le site internet de l'AMF, des services destinés aux épargnants et développer les actions de pédagogie sur les produits financiers à travers les médias grand public* ».

L'idée est certainement intéressante mais la capacité à toucher effectivement les épargnants, surtout les moins avertis d'entre eux, aux travers du site Internet, reste malgré tout faible. On se demande d'ailleurs, dans quelle mesure cette action serait plus « efficace » que celle menée par l'Institut pour l'éducation financière du public au travers de son site La Finance Pour Tous ...

- ix. « *Renforcer la représentation des préoccupations et des intérêts des investisseurs individuels au sein de l'AMF (Collège, Commission des sanctions)* ».

L'expression de cette préoccupation crée l'impression que cette représentation serait insuffisante. Or, au vu des actions menées jusqu'à ce jour par l'AMF, l'AMAFI a du mal à voir en quoi ce pourrait être le cas.

Pour l'Association, le tropisme serait plutôt inverse, comme si le marché fonctionnait uniquement au profit des particuliers, mais en oubliant qu'en France, ceux-ci y jouent désormais un rôle direct extrêmement réduit (*pour leur rôle indirect, v. infra § 22.x*), le financement de notre économie dépendant d'autres ressorts.

- x. « Développer un lien plus systématique avec les investisseurs institutionnels, en particulier en veillant à leur représentation au sein des Commissions consultatives ».

Cet objectif est important. Il est essentiel de prendre suffisamment en compte les préoccupations et attentes de ces investisseurs même s'il n'est pas assuré que le cadre des commissions consultatives, qui apparaissent une nouvelle fois comme l'Alpha et l'Oméga de la concertation professionnelle pour l'Autorité, soit le plus adapté. L'AMAFI considère que le marché *wholesale*, sur lequel la concurrence européenne est intense, a des contraintes propres qui doivent être pleinement prises en compte pour éviter toute distorsion concurrentielle à l'encontre des acteurs soumis à la régulation de l'AMF.

Elle s'élève en revanche contre l'idée que ces investisseurs, parce qu'ils agissent pour le compte d'épargnants, devraient bénéficier des mêmes conditions de protection que celles applicables à ces derniers : le propre d'un investisseur qui agit pour le compte de tiers est qu'il doit savoir s'il a besoin ou non de conseils supplémentaires. Il faut donc établir une distinction entre, d'une part, le rapport qu'il a avec d'autres acteurs de marché, qui doit obéir à des règles adaptées, et d'autre part, le rapport qu'il entretient avec les épargnants pour le compte desquels il agit. Seul ce dernier rapport doit naturellement être assujéti à toutes les règles de protection des épargnants que les pouvoirs publics et le régulateur ont jugées utiles de mettre en place.

- xi. « L'AMF peut améliorer le « service » rendu aux épargnants lésés en prenant davantage en compte la réparation des préjudices lorsqu'elle conclut une transaction avec un professionnel. Une distinction entre réparation et répression est nécessaire et doit être maintenue ».

Ce peut être vu comme une amélioration du « service » rendu aux épargnants, mais ce sera probablement aussi un élément de la décision d'un établissement d'accepter ou non la transaction.

- xii. « Le projet de loi sur la consommation actuellement discuté au Parlement, qui introduit l'action de groupe, est susceptible de s'appliquer au secteur financier. Cela devrait contribuer à favoriser le recours à la Médiation de l'AMF ».

Cela pourrait aussi constituer une incitation en sens contraire si la Médiation apparaît susceptible de servir de base à une action de groupe.

- xiii. « Disposer de la faculté de transmettre au juge civil en cas de demande les pièces qui lui seraient utiles en vue de la réparation des préjudices subis par les épargnants (modification législative nécessaire) ».

Sur cet aspect, l'AMAFI renvoie aux observations qu'elle avait formulées en son temps à l'occasion de la consultation sur le rapport sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, issu du groupe de travail de l'AMF animé par M. Delmas-Marsalet et Mme Ract-Madoux (*AMAFI / 11-15, 15 mars 2011, § 28 et s.*). Une telle communication doit nécessairement être strictement encadrée.

- xiv. « Les CIF constituent une population hétérogène et insuffisamment connue de l'AMF ».

Cette constatation est troublante alors que les CIF sont, depuis 2007, sous la tutelle de l'AMF même partiellement indirecte.

**xv.** « *Mieux suivre les intermédiaires de marché* ».

Alors qu'à l'égard de la gestion, présentée comme « *un atout important et reconnu de la Place financière parisienne* », le régulateur laisse transparaître des inquiétudes certaines quant à une évolution tendancielle qui traduit un affaiblissement, il est regrettable que les intermédiaires de marché, également et depuis plus longtemps dans une situation critique, soient appréhendés par le Plan stratégique uniquement sous l'angle d'un renforcement de leurs conditions de contrôle et de sanction ...

**xvi.** « *La procédure de sanction doit rester rapide pour garder son efficacité* ».

L'AMAFI estime que l'enjeu est d'abord celui de la pédagogie : des décisions de sanction rapides permettent aux autres acteurs d'en tirer, dans des délais courts, les enseignements nécessaires pour adapter en conséquence leurs comportements et procédures (*v. aussi infra § 22.xxi*).

**xvii.** « *Proposer un élargissement de la procédure de composition administrative à tous les manquements autres que les abus de marché (modification législative)* ».

Il faut noter qu'ici, compte tenu des conditions légales d'ores et déjà applicables à la composition, ce n'est pas la nature des manquements qui semble concernée mais la nature des personnes pouvant se voir proposer un accord de composition administrative.

**xviii.** « *Etudier une procédure de sanctions accélérée avec modération du quantum en cas de reconnaissance des faits par le mis en cause* ».

Cette voie est certainement à explorer, mais avec précaution. Au niveau individuel, l'arbitrage économique pouvant prendre le pas sur l'arbitrage juridique, un mis en cause peut être sensible à la modération du quantum de la sanction potentiellement encourue, et accepter celle-ci quand bien même il estime disposer d'arguments solides au soutien de sa position. En tel cas<sup>14</sup>, il faut alors être attentif à ce que, s'appuyant sur l'autorité de la chose jugée, les services n'en tirent pas nécessairement une « doctrine » applicable à tous, alors que d'autres, sans un tel arbitrage, auraient vu leurs arguments reconnus par la Commission des sanctions ou, à défaut, par une juridiction supérieure.

**xix.** « *Mieux hiérarchiser la politique de contrôle et renforcer leur valeur ajoutée* ».

L'AMAFI considère que le rapprochement réalisé entre les contrôles et les enquêtes s'est réalisé au détriment des contrôles, aujourd'hui souvent menés dans le cadre d'une procédure dont l'objet essentiel semble être de conduire à une procédure de sanction.

Le plus grand formalisme qui a accompagné ce rapprochement revêt une utilité certaine : d'une part, pour prémunir les services contre d'éventuels vices de procédure qui pourraient être ultérieurement opposés à l'AMF ; d'autre part, pour objectiver les éléments du dossier lorsque le contrôle débouche sur une procédure de sanction. Pour autant, ce rapprochement ne s'est pas limité à ce seul formalisme, le contrôle s'inscrivant dorénavant dans une logique d'abord répressive, où une place très limitée est laissée au dialogue entre les équipes de contrôle et l'établissement contrôlé.

Ce dialogue avait pourtant deux avantages essentiels pour la bonne régulation de la Place : il permettait, tout d'abord, aux équipes de contrôle d'orienter les établissements vers des pratiques de Place jugées bonnes et, ensuite, aux établissements d'apporter des explications contextuelles au soutien des éléments fournis, voire des données supplémentaires afin d'éclairer l'appréciation des contrôleurs. La disparation de ce dialogue a pour conséquence de

<sup>14</sup> Et surtout quand de multiples griefs sont en jeu, car c'est là que l'arbitrage économique a le plus de poids par rapport à l'arbitrage juridique.

placer les établissements dans une position défensive, essentiellement appréhendée d'un point de vue juridique, au détriment d'une approche plus opérationnelle et ouverte au travers de laquelle les enjeux réglementaires naissants ou essentiels peuvent être identifiés au profit de tous.

La nouvelle politique de contrôle ainsi menée par l'AMF demanderait donc à être ajustée par rapport aux objectifs d'accompagnement et de développement de la Place exprimés par le Plan stratégique.

- xx.** « *Disposer du pouvoir de sanctionner des personnes exerçant sans agrément des activités réglementées. Ces infractions relèvent actuellement du juge pénal (modification législative nécessaire)* ».

Dès lors que, sauf pour les sociétés de gestion de portefeuille, l'agrément relève formellement de l'ACP et non de l'AMF, cette proposition ne paraît pas appropriée ici. En tout état de cause, au regard des autres problématiques identifiées par le Plan stratégique, l'enjeu attaché à cette question ne paraît pas suffisant pour mobiliser des ressources qui seraient plus utilement employées ailleurs.

- xxi.** « *Renforcer la pédagogie et l'exemplarité des sanctions, en veillant au bon retour d'information aux populations visées (acteurs de place, épargnants, associations...)* ».

L'AMAFI observe que la « qualité pédagogique » des décisions de la Commissions de sanctions s'est considérablement améliorée. Franchir une étape supplémentaire significative supposerait sans doute de décomposer la part prise par chaque grief retenu dans la sanction prononcée.

