

SOMMAIRE

OPERATIONS ET INFORMATIONS FINANCIERES 3

- Homogénéiser les pratiques en matière d'évaluation
- Guide de bonnes pratiques pour la commercialisation des emprunts obligataires auprès des clients non professionnels
- Création d'un groupe de travail sur les comités d'audit et les procédures de gestion des risques
- FAQ prospectus obligataires
- Commission européenne: proposition de modification de la directive Prospectus

GESTION D'ACTIFS 4

- Projet de décret relatif aux conventions entre producteurs et distributeurs en matière de commercialisation d'instruments financiers et de produits sur l'assurance-vie
- Deux publications par l'OICV: éléments de réglementation sur les fonds de *hedge funds* et conflits d'intérêts dans le capital investissement
- La réponse des autorités françaises à la consultation de la Commission européenne sur les dépositaires d'OPCVM coordonnés

INTERMEDIATION ET MARCHES 4

- Travaux du CESR relatifs à l'application de la directive MIF aux prestataires de services d'investissement

INTERVIEW 5

JEAN-PAUL GAUZES, député européen et rapporteur sur la directive sur les Gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, nous parle de son ambition pour la régulation des fonds d'investissement alternatifs en Europe.

ENJEUX 7

LA MISE EN PLACE D'UNE AUTORITE EUROPEENNE DES MARCHES FINANCIERS ET D'UN COMITE EUROPEEN DU RISQUE SYSTEMIQUE

INTERVIEW 11

PIERRE DE LAUZUN, délégué général de l'AMAFI et directeur général délégué de la FBF, nous fait découvrir la position de ces deux instances à l'égard de la réforme européenne.

Les Entretiens de l'AMF 2009 : « L'Europe intégrée des services financiers : quelle protection pour l'épargnant ? »



Edito

Les priorités européennes de l'AMF

Même si la reprise a pu émusser la volonté de réforme de certains, la transformation du cadre des régulations nationale et internationale est à l'œuvre. Rarement dans l'histoire de la finance mondiale on n'avait vu un tel retour en force de la régulation. C'est vrai aux Etats-Unis, c'est vrai en Europe. Les premiers ont réagi vite et fort mais aujourd'hui leur processus de décision interne, lent et complexe, ralentit la marche. Les seconds ont pu donner l'impression au cœur de la crise de ne pas s'accorder suffisamment vite sur tous les sujets (même si, sur l'essentiel, l'Europe a présenté un front uni), mais elle est désormais en ordre de marche pour décliner les grandes orientations d'un agenda

ambitieux, adopté au Conseil européen de juin 2009, sur la base des propositions de Jacques de Larosière.

A l'aube de cet *aggiornamento* de la régulation financière européenne, quelles sont les priorités de l'AMF ?

Tout le monde a à l'esprit, et c'est naturel, la négociation de la directive AIFM et la transposition de la directive OPCVM IV, deux dossiers lourds de conséquences respectivement pour la prévention du risque systémique et la compétitivité de la Place de Paris. Mais je m'attarderai sur trois autres sujets.

D'abord, il est essentiel que l'Europe, dans le nouveau paysage de la régulation qui se met en place, se dote d'une agence de régulation et de >>>

>>> supervision des marchés forte, afin de hisser au niveau d'intégration du marché unique la régulation et la supervision européennes. L'ESMA, qui remplacera le comité CESR, doit pouvoir superviser les entités paneuropéennes par nature, coordonner efficacement la surveillance et le traitement des risques systémiques de marché, harmoniser les règles qui s'appliquent aux acteurs, comme aux structures et aux pratiques lorsque nécessaire (je pense aux ventes à découvert) et assurer, enfin, un niveau de protection homogène des consommateurs de

compensation des dérivés de crédit en euros. Ce projet a une double dimension, stratégique, pour l'affirmation de l'indépendance européenne, et industrielle.

Enfin, nous ne devons pas perdre de vue la raison d'être d'une bonne régulation financière: concourir au financement de l'économie réelle, canaliser et optimiser l'épargne. Pour cela, les marchés européens doivent redevenir le lieu de rencontre entre l'émetteur et l'investisseur, ce qui signifie qu'il nous faut lutter contre la fragmentation croissante des marchés actions de plus en plus opaques qui ne permettent pas une confrontation dans des conditions satisfaisantes de l'offre et de la demande. Même si ce problème n'est pas propre à l'Europe, nous savons que la directive MIF a concouru à cette fragmentation crois-

sante des flux de transaction au travers de l'apparition de plateformes de négociation concurrentes du carnet d'ordres des marchés historiques. Or nous avons une fenêtre de tir, celle de la révision de la directive MIF en 2010. Ce doit être l'occasion de revoir en profondeur l'organisation de nos marchés et leur transparence.

Le rythme des travaux et leur tonalité générale en seront donnés par la nouvelle Commission. Nous y contribuerons sans *a priori* et de façon très déterminée pour combler le retard pris ces dix dernières années dans l'édification de l'Europe financière. Le même esprit de coopération nous animera pour ce qui est de notre contribution future aux travaux du Comité européen du risque systémique. Le Comité des risques et l'observatoire de l'épargne, que nous installons à l'AMF, nous aideront à mieux identifier les risques de marché, tout comme les risques plus micro-économiques. Nous serons de ce fait en mesure d'apporter une contribution, je l'espère utile, aux travaux du Comité européen du risque systémique.

«Le Comité des risques et l'observatoire de l'épargne nous aideront à mieux identifier les risques de marché.»



Jean-Pierre Jouyet

Président de l'Autorité des marchés financiers

produits et services financiers. Il me paraît qu'elle doit disposer, à cet effet, de pouvoirs d'harmonisation, de médiation et de standardisation qui s'imposent à ses membres, sur la base la plus large possible.

Ensuite, l'Europe doit veiller à ne pas se faire déposséder de son pouvoir de régulation, tant sur ses acteurs que sur ses infrastructures de marché. Si nous voulons promouvoir notre modèle européen de régulation, nous devons, aidés de la Commission, du Parlement européen et de la future Agence, nouer avec les Etats-Unis une négociation sur la base du principe de réciprocité en matière de reconnaissance des modèles de régulation et de supervision. La régulation des dérivés, qui a donné lieu à une communication de la Commission qui me semble très positive, pourrait être l'un des premiers sujets s'y prêtant, compte tenu des projets américains très intrusifs en ce domaine. Il faudra aussi que nous accélérions le projet de création en zone euro – parce que la BCE (Banque centrale européenne) est le prêteur en dernier ressort – d'une chambre de

> Homogénéiser les pratiques en matière d'évaluation

Les marchés se nourrissent de nombreuses évaluations : rapports d'experts indépendants en cas d'offre publique, rapports des commissaires aux apports ou à la fusion, évaluations des portefeuilles d'immeubles dans les OPCV, détermination des valeurs liquidatives d'OPCVM – sans compter les évaluations sous-tendant l'élaboration des comptes des sociétés cotées qui font l'objet de rapports de leurs commissaires aux comptes (*goodwill*, engagements de retraite et assimilés). En France, la profession d'évaluateur n'est ni réglementée, ni organisée, contrairement à d'autres pays européens. Pour avancer dans ses réflexions sur ce sujet, l'AMF a mis en place, à l'initiative de Michel Prada, président du Comité droit financier de Paris Europlace, un groupe de travail informel afin :

- > d'assurer une meilleure représentation de la profession à l'international ;
- > d'homogénéiser les pratiques en matière d'évaluation et de favoriser l'éthique personnelle.

>> SOMMAIRE

> Guide de bonnes pratiques pour la commercialisation des emprunts obligataires auprès des clients non professionnels

L'AMF a constaté récemment une forte croissance des emprunts obligataires destinés au grand public. En conséquence, elle a élaboré un guide des bonnes pratiques afin de détailler l'information minimale qu'elle recommande d'inclure dans toute communication à caractère promotionnel et dans le dialogue entre le prestataire de services d'investissement (PSI) et l'investisseur non professionnel potentiel. Le niveau de précision des informations peut être modulé

en fonction de la nature et de la forme que revêt le support choisi. Ce guide recommande notamment une information sur le risque de taux (risque de perte ou gain en capital en cas de revente du titre avant l'échéance), de liquidité (en insistant sur l'adéquation entre l'horizon de placement et la maturité du titre) et de contrepartie, en proposant des exemples rédactionnels.

www.amf-france.org/documents/general/9120_1.pdf

>> SOMMAIRE

> Création d'un groupe de travail sur les comités d'audit et les procédures de gestion des risques

L'ordonnance du 8 décembre 2008, transposant la directive Audit légal, a institué un comité d'audit pour les entités admises sur un marché réglementé. Il est notamment chargé d'assurer le suivi :

- > du processus d'élaboration de l'information financière ;
- > de l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques ;
- > du contrôle légal des comptes annuels et, le cas échéant, consolidés par les commissaires aux comptes ;
- > de l'indépendance des commissaires aux comptes.

Par ailleurs, la loi DDAC du 3 juillet 2008 a étendu l'objet du rapport du président sur les procédures de contrôle interne aux procédures de gestion des risques établies par la société.

L'AMF a donc décidé de mettre en place un groupe de travail composé de professionnels et piloté par Jean-François Lepetit et Olivier Poupart-Lafarge, membres du Collège de l'AMF, qui aura pour objectif de traiter à la fois les sujets relatifs aux comités d'audit et l'adaptation du cadre de référence AMF pour ce qui concerne la gestion des risques.

www.amf-france.org/documents/general/9159_1.pdf

>> SOMMAIRE

> FAQ prospectus obligataires

Dans le cadre des efforts entrepris pour relancer le marché primaire obligataire de la Place de Paris, l'AMF a publié des questions/réponses pour les émetteurs et leurs conseils afin de préciser les modalités pratiques d'obtention de visa par l'AMF. En particulier, le document précise le contenu du prospectus, sa durée de vie, les délais réglementaires d'instruction, la langue utilisée, à quelle occasion on doit procéder à l'élaboration d'un supplément, le droit applicable aux titres. Une réunion organisée par l'AMF le 13 octobre dernier en présence de directeurs financiers et responsables de trésorerie de grands groupes français a permis de revenir sur les différents points évoqués dans le FAQ et lever les dernières interrogations, notamment en matière de passeport ou de suppléments. Ce FAQ a aussi été présenté au groupe « Emetteurs » de Paris Europlace.

www.amf-france.org/documents/general/9090_1.pdf

>> SOMMAIRE

> Commission européenne : proposition de modification de la directive Prospectus

La Commission européenne a publié le 24 septembre 2009 une proposition de révision de la directive Prospectus. Elle a été transmise, pour examen, au Parlement européen et au Conseil des ministres. Parmi les principaux amendements proposés, deux propositions avaient été vigoureusement défendues par l'AMF dans le cadre de la consultation publique du printemps dernier :

- > les offres « salariés » réalisées par des sociétés non cotées sur un marché réglementé seraient dispensées de prospectus ;
- > le contenu des prospectus serait allégé pour les sociétés à faible capitalisation boursière.

La Commission propose en outre que le résumé du prospectus contienne des informations clés sur les titres et l'émetteur ainsi que la création d'un prospectus allégé pour les augmentations de capital avec DPS. Dans sa réponse à la consultation publique, l'AMF avait exprimé son opposition à cette dernière proposition.

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_fr.htm

>> SOMMAIRE

GESTION D'ACTIFS

> Projet de décret relatif aux conventions entre producteurs et distributeurs en matière de commercialisation d'instruments financiers et de produits sur l'assurance-vie

Paris en application de l'ordonnance du 5 décembre 2008, le décret précise les responsabilités respectives du producteur et du distributeur. La convention établie à l'initiative du distributeur doit être écrite. Outre la mise à disposition de l'information réglementaire, le producteur est responsable de la transmission des informations nécessaires à la compréhension de l'instrument financier. La convention stipule l'obligation du distributeur de soumettre au producteur tout projet de document à caractère publicitaire, quel que soit son support, ainsi que des délais dans lesquels le producteur s'assure de la conformité aux informations réglementaires des documents publicitaires. La date d'entrée en vigueur de ce dispositif est fixée au 1^{er} janvier 2010.

www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtpe/secteur_financier/haut_comite_place/090731projet_decret.pdf

>> SOMMAIRE

> Deux publications par l'OICV : éléments de réglementation sur les fonds de *hedge funds* et conflits d'intérêts dans le capital investissement

>> SOMMAIRE

Le comité technique de l'OICV a publié deux rapports sur la gestion d'actifs. Le premier, publié le 14 septembre 2009⁽¹⁾, relatif aux fonds de *hedge funds*, recommande des standards sur deux aspects. Ainsi, les gérants de fonds de *hedge funds* doivent :

- > s'assurer de la cohérence entre la liquidité du fonds de *hedge funds* et les fonds sous-jacents;

- > mettre en place une politique de sélection et

d'évaluation régulière (*diligence*) des investissements dans des *hedge funds*, sous-jacents. Le second rapport, publié le 3 novembre 2009 pour consultation⁽²⁾, identifie les conflits d'intérêts susceptibles d'affecter les fonds de capital investissement et envisage huit principes recommandant la mise en place de procédures d'identification, de prévention et de gestion des conflits d'intérêts ainsi qu'une information des investisseurs.

⁽¹⁾ www.iosco.org/news/pdf/iosconews166.pdf - ⁽²⁾ www.iosco.org/news/pdf/iosconews171.pdf

> La réponse des autorités françaises à la consultation de la Commission européenne sur les dépositaires d'OPCVM coordonnés

L'affaire Madoff a mis en exergue les différences d'interprétation des obligations des dépositaires. La Commission européenne a lancé le 3 juillet 2009 une consultation publique sur les dépositaires d'OPCVM coordonnés portant principalement sur le rôle et la responsabilité du dépositaire. Dans leur réponse, les autorités françaises demandent plus de clarté, plus de sécurité juridique et plus d'harmonisation du rôle et de la responsabilité du dépositaire et une définition précise des fonctions de garde et de supervision du dépositaire. Par ailleurs, elles soutiennent que les conditions de délégation de la conservation devraient être clairement encadrées et que la responsabilité du dépositaire en cas de défaillance du sous-conservateur doit être harmonisée. Elles suggèrent que les obligations des dépositaires puissent différer selon que les fonds sont offerts aux investisseurs particuliers ou réservés aux investisseurs qualifiés.

www.cesr.eu/index.php?page=responses&id=149

>> SOMMAIRE

INTERMEDIATION ET MARCHES

> Travaux du CESR relatifs à l'application de la directive MIF aux prestataires de services d'investissement

1) Produits complexes et non complexes

A la suite de la consultation lancée en avril sur la distinction entre les instruments financiers complexes et non complexes au sens de la directive MIF, le CESR a publié le 3 novembre un document de synthèse des réponses reçues accompagné de ses observations (*Feedback Statement*) et un document définitif de questions-réponses (Q&A). Ces documents clarifient l'application pratique des dispositions de la directive dont l'objet est de prévenir l'acquisition d'instruments complexes par des clients qui n'ont pas la compétence pour comprendre les risques liés.

2) Le concept de conseil en investissement

Le conseil en investissement, nouveau service d'investissement soumis à un régime strict défini par la directive MIF et dont la fourniture est désormais soumise à agrément en qualité de PSI, soulève des interrogations quant à son périmètre, notamment par rapport à la fourniture de simples informations à la clientèle. Afin de contribuer à

la convergence de l'interprétation des dispositions relatives à la définition de ce service lorsqu'il est fourni à des clients non professionnels, le CESR a publié le 14 octobre un document soumis à consultation jusqu'au 14 décembre.

3) Avantages

Le dispositif « *Inducements* » introduit par la directive MIF s'applique aux avantages monétaires et non monétaires fournis ou reçus par un PSI et liés à la prestation d'un service d'investissement. Alors qu'une première série de recommandations avait été publiée en 2007, les interrogations persistantes sur l'application du dispositif ont conduit le CESR à envoyer un questionnaire sur les pratiques en vigueur à plusieurs centaines de PSI en Europe. Après analyse des réponses, le CESR a publié le 22 octobre un nouveau document soumis à consultation jusqu'au 22 décembre qui propose plusieurs « bonnes pratiques » et « mauvaises pratiques » dans ce domaine.

www.cesr.eu/popup2.php?id=6157 - www.cesr.eu/popup2.php?id=6158

>> SOMMAIRE

« A mon sens, il faut travailler à une approche qui concilie la liberté d'investissement, le besoin d'une plus grande transparence et une supervision plus efficace des AIFM qu'ils soient, ou non, européens. »



Jean-Paul Gauzès

Député européen et rapporteur sur la directive sur les Gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs

Jean-Paul Gauzès, député européen et rapporteur sur la directive sur les Gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, a présenté début décembre son rapport sur cette directive. Il nous parle de son ambition pour la régulation des fonds d'investissement alternatifs en Europe.

> Les objectifs que poursuit la Commission européenne avec ce projet vous semblent-ils les bons ?

Jean-Paul Gauzès : La crise financière actuelle montre que les dysfonctionnements du système financier mondial ont pour origine une forte exposition aux risques mal maîtrisée par les acteurs présentant une importance systémique. Les systèmes de gestion de ces risques doivent être améliorés. Dans ce contexte, la Commission européenne a publié le 29 avril 2009

>>>

une proposition de directive sur les Gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM)⁽¹⁾ visant à encadrer l'ensemble des fonds d'investissement alternatifs (AIF) autres que les fonds réglementés par la directive OPCVM. Les objectifs annoncés par la Commission me paraissent appropriés : atteindre une plus grande stabilité du système financier, accroître la protection des investisseurs, créer un marché intérieur européen des AIF. Mais le Parlement européen veillera à ce que les réponses apportées par la directive préservent un équilibre entre les spécificités, la vitalité et la créativité de cette industrie d'une part et la mise en place d'une régulation et d'une supervision adéquates d'autre part.

> Réguler uniquement les gestionnaires n'est-il pas trop limitatif? Faudrait-il aller plus loin et réguler les fonds alternatifs eux-mêmes?

J-P.G. : Cette proposition de directive introduit des exigences harmonisées pour les entités qui gèrent et administrent les AIF. Elle a pour objectif d'encadrer les sociétés de gestion et, dans une moindre mesure, les autres acteurs de la chaîne de valeur, en particulier le valorisateur et le dépositaire. Le texte ne prévoit pas une régulation des fonds eux-mêmes. Néanmoins, il me semble important de veiller à ce que les règles mises en place permettent une meilleure transparence sur la manière dont les responsables gèrent les fonds.

> Le passeport produit pour des fonds off-shore tel que présenté dans la proposition de la Commission vous semble-t-il adapté?

J-P.G. : Comme c'est déjà le cas dans la directive OPCVM, la directive sur les AIFM acte le principe d'un passeport européen. Cette idée est en ligne avec les principes du marché intérieur de l'Union européenne. La proposition de la Commission européenne est la suivante :

> seuls les fonds gérés par des gestionnaires soumis à la directive pourraient être achetés par les investisseurs ;
> en contrepartie, tous ces fonds bénéficieraient d'un passeport permettant leur libre commercialisation dans tous les pays de l'Union européenne. Cette situation pose différentes questions au regard de la liberté d'investissement, de la protection de l'investisseur et de la confiance dans ce secteur. Pour ma part, il me semble opportun que le passeport européen soit un gage de qualité. Dans mon rapport, je propose que seuls bénéficient du passeport européen les fonds domiciliés en Europe et gérés par des gestionnaires établis en Europe et autorisés aux termes de cette directive. Mais je n'interdis pas à un investisseur sophistiqué de diversifier son portefeuille en investissant dans des fonds de pays tiers. Enfin, grâce au régime de placement privé dont je propose le maintien, les fonds de pays tiers pourront être librement commercialisés dans les Etats membres qui le souhaitent. A mon sens, il faut travailler à une approche qui concilie la liberté d'investissement, le besoin d'une plus grande transparence et une supervision plus efficace des AIFM qu'ils soient, ou non, européens.

> Les obligations de transparence sur les aspects systémiques des fonds alternatifs sont-elles suffisantes?

J-P.G. : En tant que rapporteur, je propose de renforcer les obligations de transparence sur les aspects systémiques des AIF. Les limites du niveau de levier devraient être fixées par les gestionnaires eux-mêmes en fonction de principes définis dans la directive. Ces limites devront être connues des autorités compétentes ainsi que des investisseurs. Les autorités nationales de supervision devraient transmettre toutes les informations pertinentes aux autorités européennes en charge de la gestion du risque systémique, à savoir l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et le Comité européen du risque systémique (CERS).

Une bonne coopération ainsi qu'un échange d'informations efficace entre les autorités de la nouvelle architecture européenne de supervision sont nécessaires pour maîtriser le risque systémique. Il en va de même de la coopération avec les autorités des pays tiers. Le marché des AIF étant mondial, le risque de propagation rapide d'une crise est élevé.

> L'approche de la Commission européenne consistant à couvrir les gestionnaires de fonds non coordonnés par la directive OPCVM ne devrait-elle pas être plus proportionnelle?

J-P.G. : La proposition de directive de la Commission européenne vise à encadrer l'ensemble des fonds d'investissement autres que les fonds réglementés par la directive OPCVM. Cette proposition concerne ainsi à la fois les *hedge funds*, les fonds de *hedge funds*, les fonds de capital investissement, les fonds de matières premières et les fonds immobiliers. En tant que rapporteur, je propose de travailler sur le champ d'application large, tout en veillant à la proportionnalité du texte au regard des différentes catégories de fonds couvertes. Par exemple, les obligations relatives au dépositaire et au valorisateur pour le *private equity* doivent être plus souples que celles qui s'adressent aux fonds spéculatifs.

> Quel est le calendrier au Parlement européen?

J-P.G. : Le calendrier est le suivant :

- > présentation du projet de rapport le 1^{er} décembre 2009 ;
- > délai pour le dépôt des amendements le 21 janvier 2010 ;
- > débats sur les amendements les 22-23 février et 16-17 mars 2010 ;
- > vote en commission ECON le 12 avril 2010 ;
- > vote en plénière en juillet 2010.

⁽¹⁾ http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_fr.htm



LA MISE EN PLACE D'UNE AUTORITE EUROPEENNE DES MARCHES FINANCIERS ET D'UN COMITE EUROPEEN DU RISQUE SYSTEMIQUE

L'intégration très poussée du marché unique et de l'Europe monétaire n'a pas encore trouvé son prolongement en matière d'intégration de la régulation et de la supervision financières. Il apparaît aujourd'hui indispensable de poursuivre le processus de construction du Marché unique des produits et services financiers pour lever les obstacles réglementaires, donner un élan supplémentaire à la stabilité, l'efficacité et la compétitivité de l'industrie financière européenne. En outre, la crise financière et les récents scandales associés ont rappelé de façon aiguë que l'intégration des produits et services financiers doit aller de pair avec la surveillance systémique et la protection des épargnants. En d'autres termes, il n'existe pas de marché unique possible en ce domaine sans un cadre effectivement intégré de régulation et de supervision.

Si la supervision doit rester au niveau national pour la plupart des acteurs, il n'en demeure pas moins qu'harmoniser plus avant la supervision, et surtout les pratiques des régulateurs nationaux, est nécessaire. Il en est de même de la régulation qui doit être harmonisée au niveau technique au sein d'un « *single rule book* ». C'est l'objectif visé par la création de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) au 1^{er} janvier 2011. Avec l'impulsion des chefs d'Etat lors du Conseil européen de juin dernier, la nouvelle architecture européenne de régulation devrait, en outre, pouvoir renforcer la coopération entre régulateurs, aujourd'hui insuffisante, pour permettre de superviser de façon cohérente des entités paneuropéennes par nature ou coordonner efficacement la surveillance et le traitement du risque systémique.

D'un point de vue général, la dynamique entraînée par le Plan d'action pour les services financiers (PASF) de la Commission européenne a permis de réformer et de moderniser le droit financier européen et d'adapter le cadre législatif aux innovations et à

l'internationalisation des marchés en une période de temps relativement brève. Par ailleurs, la procédure législative spécialement mise en place, dite « processus Lamfalussy », a permis d'harmoniser certaines mesures techniques de mise en œuvre et d'initier un travail commun des régulateurs.

Si ce cadre juridique commun peut paraître rassurant, il persiste toutefois des différences de traitement et des lacunes réglementaires, par exemple sur les questions liées au *post*-marché et au droit des titres, qui sont susceptibles d'affecter la protection des épargnants et des investissements transfrontaliers. Au demeurant, des initiatives sont en cours qui méritent d'être encouragées. Les directives relatives aux marchés (MIF et Abus de marché) doivent être révisées pour prendre en compte les évolutions considérables dans ces domaines. Comme l'indique le rapport de l'*Inter-Institutional Monitoring Group* d'octobre 2007, la transposition au niveau national des textes européens a constitué le point faible du processus. Des divergences substantielles sur l'interprétation de la législation communautaire, sur les



compétences de chaque autorité et la nécessité d'une coopération entre elles n'ont pas pu être réglées par les autorités nationales de supervision au sein du Comité européen des régulateurs de marché (CESR). De cette situation résulte une application inégale des lignes directrices communes et des distorsions compétitives de concurrence au sein du Marché européen. La crise financière a mis en lumière de manière aiguë les faiblesses de la régulation, notamment avec l'affaire Madoff.

En outre, les régulateurs nationaux n'ont pas été capables de se coordonner pour prendre des décisions au cœur de la crise en ce qui concerne les activités de « vente à découvert » (*short selling*) qui ont eu un impact important sur la stabilité du système financier.

Les pratiques en matière de supervision et de contrôle ne peuvent converger que si la mise en œuvre de la législation européenne est harmonisée et cohérente. Les propositions concrètes du « rapport Larosière » en février dernier pour remédier aux faiblesses de la régulation européenne ont reçu un écho très favorable tant au niveau politique (conclusions du Conseil européen de juin 2009) que de la part de l'industrie financière européenne.

La pierre angulaire de ce dispositif réside dans la mise en place d'une autorité européenne des services et

marchés financiers ayant de réels pouvoirs contraignants vis-à-vis des régulateurs nationaux et un champ de compétence large. Sur ce sujet, la proposition législative, présentée le 23 septembre par la Commission européenne⁽¹⁾, est à saluer mais elle ne pourrait atteindre, en l'état actuel de sa rédaction, que partiellement les ambitions politiques des conclusions des chefs d'Etat et de Gouvernement au Conseil européen de juin dernier.

Les conclusions de ces réunions manifestaient l'ambition claire de disposer de véritables autorités européennes de régulation disposant des pouvoirs nécessaires pour harmoniser la mise en œuvre des directives communautaires (élaboration d'un « *single rulebook* » européen), harmoniser les pratiques des régulateurs et organiser une supervision coordonnée des marchés et des institutions financières. Par ailleurs, ces conclusions prévoient que l'Autorité de régulation des marchés financiers ait de surcroît un pouvoir de supervision directe pour les entités par nature paneuropéennes, le texte retenant les agences de notation.

Alors que ce texte est actuellement en discussion au Parlement européen et au Conseil, il est important de bien évaluer si le dispositif proposé est de nature à répondre aux objectifs politiques fixés par les chefs d'Etat.

Elargir la compétence de l'ESMA pour permettre l'élaboration d'un véritable *rulebook* européen

Pouvoir prendre des dispositions contraignantes est l'une des principales décisions attendues au regard du dispositif actuel dans lequel le CESR ne peut adopter que des recommandations non contraignantes. C'est essentiel pour faire de l'ESMA l'autorité en charge de l'harmonisation des normes techniques européennes. Or, le projet de texte proposé aux législateurs européens réduit le champ d'intervention de l'autorité européenne en dressant une liste trop restreinte et figée des domaines d'intervention. Le projet de la Commission propose par ailleurs que les normes techniques de l'ESMA entrent en vigueur au moyen d'une décision ou d'un règlement de la Commission, laquelle pourra, le cas échéant, amender le texte.

Il est nécessaire que la compétence de l'ESMA soit revue dans le sens d'un élargissement, afin de couvrir

l'ensemble du champ de la régulation des marchés et de permettre l'élaboration d'un cadre juridique européen harmonisé au plan technique. En outre, il est important de prévoir un mécanisme qui permette à l'ESMA de répondre rapidement aux divergences d'interprétation des textes européens dans l'avenir. Si le processus d'homologation par la Commission européenne est le processus juridique normal pour intégrer ces règlements au sein des normes européennes, en revanche, la capacité d'amendement par la Commission européenne est un facteur d'affaiblissement de l'Autorité européenne ainsi que de la cohérence des dispositions, par nature techniques, élaborées par la communauté des régulateurs européens.

Le texte de la Commission propose que l'ESMA puisse prendre une décision relative à l'application incorrecte

⁽¹⁾ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_fr.htm#package



par un régulateur de la législation communautaire ou une décision justifiée par l'urgence de la situation. Pour avoir une force contraignante, celle-ci doit être préalablement approuvée par la Commission européenne. En cas de refus de l'autorité nationale de s'y conformer, l'ESMA pourra directement prendre une décision à l'encontre d'un acteur de marché. L'action vis-à-vis d'un acteur de marché étant complexe à mettre en œuvre sur les plans pratique et juridique, on peut s'interroger sur la pertinence de cette disposition et sur son efficacité. Il

serait probablement plus utile de mettre en place des sanctions plus directes à l'égard des autorités (suspension des droits de vote au sein de l'ESMA, sanctions pécuniaires, etc.) ou des Etats avec l'aide de la Commission européenne.

En outre, afin d'éviter que la procédure ne soit trop longue, la Commission européenne devrait intervenir non pas pendant le processus d'élaboration de la décision de l'ESMA mais uniquement pour son homologation et au niveau 4 de la procédure Lamfalussy (contrôle de la mise en œuvre des règles communautaires).

L'ESMA doit disposer d'un pouvoir d'arbitrage étendu

Le projet de règlement européen prévoit la possibilité pour les membres de l'ESMA de recourir à la médiation, dont les résultats s'imposent aux parties. Dans le projet en discussion, cette possibilité est limitée aux questions de coopération et de coordination

en matière de supervision. Il apparaît que, pour être efficace et complet, le dispositif définissant le champ de la médiation devrait être élargi à l'ensemble des dispositions des directives entrant dans le champ des régulateurs nationaux.

L'ESMA doit être intégrée dans l'ordre institutionnel communautaire et ses décisions susceptibles d'appel devant les tribunaux communautaires

Le projet de règlement européen établit une Commission de recours des décisions individuelles prises par l'ESMA. Cette Commission, composée de personnes qui ne sont pas des régulateurs, peut, dans l'action, se substituer à l'ESMA. Faire recours contre des décisions prises par un Collège de régulateurs auprès de

professionnels des marchés ou des personnes qui n'ont pas la mission de protéger l'épargnant et « réguler » les marchés ne semble pas adapté. Ce type de recours devrait uniquement être possible devant le Tribunal de première instance des Communautés européennes (CE) et la Cour de justice des CE.

L'ESMA doit être compétente de manière directe pour ce qui concerne les acteurs paneuropéens par nature

La supervision directe des « entités paneuropéennes » par nature est un objectif important proposé par les chefs d'Etat en juin dernier. Le Conseil européen a aussi conclu que l'ESMA devrait disposer de pouvoirs de surveillance à l'égard des agences de notation. L'ESMA devrait être chargée de l'enregistrement des agences de notation. Elle sera aussi habilitée à prendre des mesures en matière de surveillance, telles que le retrait de l'enregistrement ou la suspension de l'utilisation des notations du crédit à des fins réglementaires. Les compétences en matière de surveillance pourraient comprendre le

pouvoir d'exiger des informations et de mener des enquêtes ou des inspections sur place. Les responsabilités et les compétences de l'ESMA, en ce qui concerne les agences de notation, seront définies dans l'acte modifiant le règlement sur les agences de notation. D'autres activités, paneuropéennes par nature, devraient à l'avenir être supervisées par l'ESMA. La récente communication de la Commission européenne sur les dérivés fait ainsi un certain nombre de propositions en ce qui concerne les chambres de compensation et les bases de données centrales des contrats de produits dérivés OTC (*Over The Counter*).



L'ESMA doit disposer des moyens humains, techniques et des prérogatives lui permettant de participer pleinement à la détection et la prévention des risques systémiques au sein de la nouvelle architecture de la régulation européenne

La Commission européenne propose qu'un Comité européen du risque systémique (CERS) soit chargé de surveiller et d'analyser les risques qui pèsent sur la stabilité du système financier dans son ensemble (surveillance macro-prudentielle). Le CERS devra émettre des alertes rapides en cas de risque systémique et, le cas échéant, formuler des recommandations quant aux mesures à prendre pour faire face à ces risques.

Le CERS aura le pouvoir d'adresser des recommandations – non contraignantes – et des avertissements aux Etats membres et aux autorités de surveillance nationales ainsi qu'aux autorités européennes, qui devront s'y conformer ou se justifier s'ils ne s'y conforment pas. Les dirigeants de la BCE (Banque centrale européenne), des banques centrales nationales, des futures autorités européennes de régulation et les autorités nationales de surveillance participeront au CERS. Il est à noter que dans la proposition de la Commission l'influence (droits de vote) des régulateurs financiers des trois secteurs est faible en comparaison de la participation de chacune des 27 banques centrales européennes.

En matière de stabilité financière, l'une des missions de l'ESMA sera d'informer rapidement le CERS de tout risque systémique de marché. Elle devra également informer les autres autorités sectorielles européennes et les institutions européennes des tendances micro-prudentielles et des vulnérabilités des marchés financiers. Pour mesurer les risques, l'autorité européenne devra effectuer des opérations d'évaluation de la résilience des acteurs clés et elle devra fournir au moins une fois par an des évaluations sur les risques observés.

Afin d'accomplir ces missions, l'ESMA devra être dotée de moyens humains et techniques lui permettant de centraliser et analyser l'information nécessaire à l'étude des risques systémiques de marché ainsi que de diriger des tests de résilience des acteurs des marchés sur une base paneuropéenne. Quant aux autorités nationales compétentes, elles devront s'organiser pour collecter et fournir les informations utiles et participer aux évaluations entreprises par les autorités européennes.

CONCLUSION

L'achèvement de l'intégration du Marché unique des services financiers est nécessaire ; il doit créer un véritable système européen de régulation notamment en matière d'information financière, de gestion d'actifs, de commercialisation des produits financiers, de marché et de *post*-marché. Pour être efficace, cette régulation doit viser les acteurs (gestionnaires de fonds), les structures (marchés, chambres de compensation...), les produits (dérivés...) et les pratiques (ventes à découvert). Elle doit, dans une double optique visant à protéger le consommateur de produits et services financiers et à garantir la stabilité du système dans son ensemble, parvenir à un bon équilibre entre sécurité et efficacité et, lorsque des difficultés se présentent, permettre à l'Europe de prendre les mesures d'urgence nécessaires.

« L'harmonisation ne peut être seulement celle de la règle ; elle doit aussi être celle de son interprétation, son application, son contrôle et sa sanction. A défaut, il ne peut y avoir de véritable champ concurrentiel entre les acteurs. Pour le réaliser, il fallait franchir une nouvelle étape. »



Pierre de Lauzun
Délégué général de l'AMAFI
et directeur général délégué de la FBF

Pierre de Lauzun, délégué général de l'AMAFI (Association des marchés financiers) et directeur général délégué de la FBF (Fédération bancaire française), nous fait découvrir la position de ces deux instances à l'égard de la réforme européenne ⁽¹⁾.

> Quel est l'enjeu de la réforme de l'architecture de la supervision européenne pour les intermédiaires de marché ?

Pierre de Lauzun : L'enjeu est bien évidemment fort. Il s'agit d'abord de prolonger le mouvement lancé il y a plusieurs années pour la réalisation d'un grand marché européen intégré. Les réflexions auxquelles j'ai eu la chance de participer au sein de l'IIMG (*Inter-institutional Monitoring Group*), chargé de suivre la mise en œuvre du processus Lamfalussy,

⁽¹⁾ Propos recueillis le 6 novembre 2009.



ont mis en évidence le fait que ce processus, qui a beaucoup apporté à la construction européenne, était maintenant confronté à des difficultés importantes. L'harmonisation ne peut être seulement celle de la règle ; elle doit aussi être celle de son interprétation, son application, son contrôle et sa sanction. A défaut, il ne peut y avoir de véritable champ concurrentiel entre les acteurs. Pour le réaliser, il fallait franchir une nouvelle étape. C'est le cas aujourd'hui. Paradoxalement, grâce à la crise qui commande l'action, mais crise qui renouvelle aussi profondément l'enjeu initial. Nous sommes aujourd'hui confrontés à la nécessité d'une coordination de la supervision beaucoup plus intégrée entre Etats membres. Nous sommes également confrontés à la nécessité de peser en tant qu'Européens dans les nouveaux échelons de régulation internationaux, au sein du Comité de la stabilité financière notamment, dont le rôle d'impulsion est renforcé de façon très importante.

> Quels sont les points forts et les points faibles de la proposition de la Commission au plan européen ?

P. D. L. : L'apport de la proposition de la Commission est indéniable. Elle répond sur de nombreux points aux attentes manifestées par l'AMAFI

et la BfF. Il est notamment important que la supervision des marchés demeure confiée à une autorité dédiée. L'ambition reste toutefois insuffisante face aux enjeux rappelés. Il paraît particulièrement nécessaire que l'Autorité soit dotée d'une compétence consistant à veiller de manière très large à l'harmonisation du cadre d'exercice des acteurs, ce qui peut dépasser « l'application cohérente, efficace et efficiente » de la législation communautaire que prévoit actuellement le texte. Le champ des normes techniques que peut élaborer l'Autorité doit également pouvoir inclure les domaines dans lesquels, aux fins d'un marché intégré efficace, une réglementation européenne sera prise ultérieurement. En matière d'infrastructures de marché par exemple, la question est indéniablement importante. Sur un autre plan, il semble indispensable que les mécanismes de vote soient à la majorité qualifiée pour l'ensemble des décisions. Sinon le risque est de se retrouver face à des situations de blocage lorsqu'il s'agira de prendre certaines décisions, par exemple en matière de règlement des différends ou d'application cohérente des règles communautaires. Les discussions qui s'amorcent au sein du Conseil ou du Parlement européen seront l'occasion, j'espère, de faire évoluer la proposition de la Commission sur ces différents points. On sait toutefois qu'elles seront difficiles.

> Quel sera l'impact de cette nouvelle architecture pour la Place de Paris et pour l'organisation des marchés en Europe ?

P. D. L. : Cette architecture vise à poursuivre l'intégration financière au bénéfice des investisseurs et des émetteurs, en permettant notamment aux établissements financiers d'unifier encore plus leurs organisations, procédures et systèmes, quel que soit l'Etat membre dans lequel ils interviennent. Il s'agit également d'améliorer la qualité de notre supervision collective en assurant que la même attention soit portée par chaque régulateur aux questions identifiées comme importantes. Pour les acteurs français et la Place de Paris, ce point est particulièrement important : face à des autorités souvent plus exigeantes que leurs homologues, ils ont en effet tout à gagner à une plus grande cohérence des pratiques de supervision. Cela étant, il s'agit d'une architecture européenne qui, en tant que telle, n'a pas vocation à avantager une place plutôt qu'une autre. Le gain est d'abord pour l'Europe. L'une des questions qui se posent alors est celle de savoir quelle Europe nous voulons en termes d'organisation des marchés. Le risque aujourd'hui, plutôt qu'une Europe multipolaire dans laquelle chacun trouvera sa place, est celui de la domination de quelques acteurs, pour la plupart non européens. C'est un élément important de la réflexion.