

## Benoît de Juvigny Ancien Secrétaire général de l'AMF

### 20 ans de responsabilités à l'Autorité des Marchés Financiers : réflexions sur l'institution, la gestion financière et la supervision en Europe

Benoît de Juvigny a été Secrétaire Général de l'AMF de 2012 à 2023, en charge de tous les services de l'institution. A ce titre il a participé à la définition puis à la mise en œuvre de l'ensemble des réglementations françaises et européennes dans le domaine des marchés financiers. Il a également mis en œuvre la politique répressive de l'Autorité. Il a été par ailleurs membre « *alternate* » du Board de l'ESMA (Autorité Européenne des Marchés Financiers) et, à ce titre, entre 2017 et 2022, Président du *Corporate Finance Standing Committee* et du *Takeover Group*. Auparavant, il a été au sein de l'AMF à compter de 2004 Secrétaire Général adjoint d'abord en charge de la gestion d'actifs puis des émetteurs, des offres publiques et des affaires comptables.

S'il n'est bien sûr pas très facile pour un secrétaire général ayant quitté tout récemment ses fonctions de qualifier l'action et les résultats de l'AMF, on peut tout de même affirmer que c'est une institution reconnue et respectée au niveau international, qui a pu afficher à certains moments des résultats intéressants - notamment lors du Brexit quand l'action de l'AMF a été saluée même du côté britannique -, et qui a globalement rempli sa mission. Celle-ci est déterminée par la loi : protection des investisseurs, transparence et bon fonctionnement des marchés, et depuis 2010 stabilité financière et action internationale.

Il faut néanmoins reconnaître que la place des marchés financiers en France comme en Europe n'a pas beaucoup évolué sur longue période, avec un secteur bancaire toujours prédominant, le rôle très significatif du private equity et la place seulement relative du marché boursier. Mais il est permis de penser que cette situation de déséquilibre aurait sans doute été pire sans l'action du régulateur.

Celui-ci agit dans un ensemble de contraintes : le regard du juge (cour d'appel et Conseil d'Etat), l'équilibre à trouver entre protection des investisseurs et bon fonctionnement des marchés (il faut veiller à assurer la protection sans faire disparaître le marché) avec également, même si ça n'est pas inscrit dans la mission, une certaine attention à la compétitivité de la place, et enfin équilibre entre une autorité qui sanctionne et un autorité qui serait plus souple, le curseur étant largement dans les mains du Secrétaire général qui ouvre les contrôles et enquêtes, suit les dossiers jusqu'à transmission au Collège pour notification de griefs, puis à la Commission des sanctions pour suites éventuelles.

- **Les émetteurs**

La cote française connaît un double phénomène d'attrition et de concentration. En vingt ans, le nombre d'entreprises cotées est passé de 816 à 658, avec un certain redéploiement puisque 40 % des entreprises sont sur Euronext Growth aujourd'hui. Le nombre d'introductions en Bourse - de 10 à 30 selon les années - diminue et il n'y a pas eu d'opérations de grande envergure depuis Natixis en 2006. Et à l'image du marché d'actions américain, dominé par les *Magnificent Seven*, la concentration se cesse de se renforcer : à l'été 2023, les 6

premières capitalisations du CAC 40 représentaient la moitié du total.

Par ailleurs, comme dans de nombreux pays occidentaux, on rend beaucoup de capital, sous forme de dividendes et de rachats d'actions : cela a représenté respectivement 70 milliards d'euros et 80 milliards en 2021 et 2022, à comparer à des levées de fonds de respectivement 23 et 11 milliards.

Il est difficile d'imputer ce phénomène aux règles applicables aux sociétés cotées. Elles sont contraignantes pour les émetteurs – l'une des missions de l'AMF consiste d'ailleurs à les accompagner dans la pratique de leur communication financière, même si leur responsabilité en la matière ne saurait être déléguée -, mais constituent des garanties pour les investisseurs et participent donc de l'attrait du marché.

Les règles françaises en matière de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées sont, elles, de bonne facture, même si l'on peut regretter qu'elles soient l'émanation des entreprises et non de la place.

L'explication de l'attrition de la cote se trouve probablement du côté du capital investissement, qui a représenté 16 milliards d'euros investis dans quelque 2.000 entreprises en 2022. Le *private equity* permet aux dirigeants de se soustraire à certaines obligations comme la transparence des rémunérations ou encore la publication de rapports de durabilité – ce qui introduit d'ailleurs une discrimination difficilement compréhensible à l'égard des sociétés cotées. Mais le succès de ce mode de financement ces dernières années est en partie lié aux politiques monétaires ultra-accommodantes déployées jusqu'à l'été 2022.

Les marchés d'actions demeurent indispensables, d'autant que les performances sont remarquables : 7,6 % de progression annuelle moyenne pour le CAC 40 (dividendes réinvestis) au cours des 20 dernières années.

En matière d'activisme actionnarial, un mal nécessaire, il convient de se méfier des discours à sens unique, entièrement favorables ou au contraire négatifs, et de trouver un équilibre, sachant que le corpus de règles existant est adéquat. Contrairement à ce qui est parfois dit, les entreprises ont la possibilité de se défendre, y compris en période de blackout.

Le domaine des offres publiques est désormais essentiellement encadré par la législation européenne (directive de 2004 transposée en France en 2006), avec des options laissées aux pays membres. En France, le débat a été relancé en 2014 avec la loi dite Florange, qui établit notamment qu'en cas d'offre hostile le conseil d'administration peut prendre certaines mesures de défense sans avoir à remonter à l'assemblée générale des actionnaires. Deux autres sujets délicats : la détermination de l'action de concert, qui peut déclencher une offre obligatoire, et la montée rampante au capital, notamment à l'aide d'*equity swaps*.

- **La gestion d'actifs**

Il s'agit d'une activité en croissance, ce qui n'est peut-être pas suffisamment souligné : en dix ans, l'encours des fonds domiciliés en France est passé de 1.500 milliards d'euros à 2.100 milliards. On dénombre quelque 700 sociétés de gestion (500 en 2004) - ce qui est considérable -, dans l'ensemble prospères avec des taux de marge moyens de 22-23 %.

Coté actif des fonds, le corpus de règles européennes n'est pas loin d'être complet, avec la directive OPCVM, la

directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM en anglais), et le règlement sur les fonds d'investissement à long terme ou ELTIF en anglais (qui n'ont pas eu de succès jusqu'ici ; un nouveau règlement est en cours). Il reste quelques zones d'ombre, par exemple les produits Delta One qui ne sont pas traités également selon les juridictions.

Du point de vue réglementaire, la nouveauté réside dans l'attention portée au passif des fonds, les crises récentes ayant montré que le point faible réside souvent dans le manque de liquidité. Le sujet est entre les mains des superviseurs internationaux, qui produisent une littérature abondante. On peut regretter que les travaux portant sur les fonds monétaires aient été bloqués par la Commission européenne. Cependant, en matière de gestion d'actifs comme dans d'autres domaines de la finance, le mieux peut être l'ennemi du bien : il ne s'agit pas de réformer les fonds monétaires par des mesures qui les tueraient.

## • La finance durable

L'AMF a commencé à traiter les questions relatives à la finance durable à partir de 2016-2017, alors qu'il n'en était pas question avant.

L'Union européenne a adopté en la matière une approche en silos, compliquée, en débutant par le secteur financier - avec des changements de pied, notamment s'agissant des fonds dits articles 8 et 9 -, alors que le cœur de la solution se trouve dans les données diffusées par les entreprises.

Sans doute faut-il se montrer moins critique à l'égard de la taxonomie européenne, avec notamment des indications essentielles relatives aux investissements dans les activités dites alignées (l'AMF a publié en novembre 2023 un rapport sur le reporting taxonomie des sociétés cotées non financières). En ajoutant les données dont les entreprises doivent faire état dans le cadre de la directive sur les rapports de durabilité, on a affaire à un dispositif permettant aux investisseurs de disposer d'une information satisfaisante.

Le dispositif européen va être complété par une législation sur les agences de notation, plutôt bien conçue, et dont le contrôle sera assuré par l'Autorité européenne des marchés financiers.

Mais si la finance durable a un rôle à jouer dans la transition environnementale et sociale, la sphère politique ne saurait se défausser sur elle. Il incombe à la puissance publique de bâtir un cadre global comprenant, entre autres, des mesures fiscales cohérentes.

## • La filière répressive

La filière est bien rôdée à l'AMF après les réformes de 2003 et 2010 et la question du *non bis in idem* (on ne peut être jugé deux fois pour le même fait) en 2015-2016, qui a abouti à une procédure d'aiguillage entre l'autorité administrative et le parquet national financier (lequel peut préempter une affaire).

En matière de sanctions, 460 décisions ont été prononcées en 20 ans, pour un montant total de pénalités de 508 millions d'euros, dont 300 millions au titre des 6 dernières années.

Il faut noter le succès de la composition administrative, dont l'AMF a été une pionnière, avec 108 cas depuis sa création en 2011.

Il reste des questions ouvertes, notamment sur l'utilisation des fadettes ou le *legal privilege* (confidentialité des consultations juridiques). Le recours aux fadettes (liste et horodatage des appels téléphoniques, mais sans enregistrement) donne lieu à un ballet jurisprudentiel entre la Cour de justice de l'Union européenne, la Cour de cassation (dont un arrêt récent indique que l'utilité du recours aux fadettes doit être documenté) et le Conseil d'Etat. Récemment introduit en droit français, le *legal privilege*, qui s'appliquait jusqu'ici aux avocats, est désormais étendu aux juristes d'entreprise.

- **La supervision européenne**

La crise financière de 2008 a abouti en Europe à l'élaboration d'un corps de règles très détaillées – cela pour éviter le tourisme réglementaire – et à la création, en 2011, de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA).

L'ESMA est montée en puissance, mais ses prérogatives demeurent très limitées : aux agences de notation, aux référentiels centraux et aux indices de référence. Le contrôle des chambres de compensation européennes, par exemple, est du ressort des autorités nationales, alors que les chambres de compensation non européennes sont l'objet d'un contrôle par l'ESMA.

Les réformes en vue de renforcer les pouvoirs de l'ESMA, soutenues par la France et les Pays-Bas de 2017 à 2019, se sont heurtées à une fin de non-recevoir politique. On ne voit pas aujourd'hui d'appétit politique pour remettre ce débat sur la table.

Récemment encore, avec le règlement européen sur les marchés de cryptoactifs (MICA en anglais), on a raté une occasion de confier le contrôle des actifs numériques à une autorité européenne unique.

En l'absence de supervision unique, on développe la convergence des supervisions : l'ESMA et les autorités nationales élaborent ensemble une doctrine et se fixent des objectifs communs. Mais il s'agit d'un processus lourd, chronophage, qui nécessite des moyens que l'AMF n'a pas forcément, et qui prendra du temps.

- **L'AMF comme organisation**

Les équipes sont de haut niveau et reconnues à l'étranger.

L'institution s'est attachée à développer une culture de transparence, d'ouverture et de consultation, dès le début, cela pour éviter de se déconnecter de la place. Elle pratique ce dialogue au travers de ses commissions consultatives et avec le collège, une enceinte pluridisciplinaire de 16 membres.

L'AMF collecte des données de plus en plus massives, ce qui nécessite de mettre en place de nouveaux outils et de renforcer les compétences informatiques, cela dans un contexte de moyens budgétaires limités (les ressources sont assises sur une taxe appliquée à certaines activités financières, mais elles sont plafonnées).