

# « Nous luttons fermement contre toutes les formes de distribution abusives »

*Démocratie actionnariale, Fintech, trading haute fréquence, marchands de rêve... autant de sujets d'actualité qui troublent les particuliers et qu'aborde sans fard ce fin connaisseur des marchés. A la tête de l'AMF depuis 2012, et à quelques mois de la fin de son mandat, Gérard Rameix garde une conviction profonde : le marché des actions a des qualités sans égal quand on y investit à moyen terme, de façon prudente et raisonnée, en répartissant ses risques.*



Gérard Rameix,

Président de l'Autorité des marchés financiers

**Alors que la saison des assemblées générales bat son plein, considérez-vous que la démocratie actionnariale soit efficace en France ?**

Gérard Rameix - J'aurais une réponse nuancée sur cette question. D'un côté, il y a incontestablement des indices qui le montrent. Le taux de participation aux AG a sensiblement augmenté depuis vingt ans. De 2004 à 2015, nous sommes passés de 47 % à 66 % dans les entreprises du CAC40. C'est davantage lié à une augmentation du vote des institutionnels et à une amélioration du vote transfrontière qu'à une adhésion plus forte des particuliers. Autre signe positif, on constate que les résolutions ne sont plus aussi massivement approuvées que par le passé. Certaines, en particulier sur les rémunérations ou la gouvernance, font l'objet d'un véritable débat. Les assemblées, beaucoup plus vivantes qu'auparavant, ne sont plus de simples chambres d'enregistrement.

Même si l'AMF n'est pas compétente en matière d'organisation de l'AG, nous avons réuni plusieurs groupes de travail visant à faciliter et à moderniser le droit de vote, à améliorer l'information des actionnaires sur la prise en compte de leur vote. Dont celui, tout dernièrement, de la Commission épargnants qui cherche des voies nouvelles d'amélioration et d'efficacité du dialogue.

Il reste que l'AG demeure dans un certain nombre de cas un exercice relativement formel qui vise à valider la politique de la direction. Cela dit, les occasions de dialogue avec les actionnaires sont nombreuses. En particulier lors d'opérations financières qui ne font pas l'unanimité. Nous sommes très attentifs lors des examens des arguments des uns et des autres avant de donner notre agrément.

**Malgré des initiatives louables (Votaccess), le vote par Internet reste encore peu répandu. N'est-ce pas anachronique ?**

GR - Nous sommes très favorables au développement du vote électronique qui permet aux actionnaires de voter en toute sécurité, avec une grande facilité et, surtout, une grande traçabilité. Plus de la moitié des sociétés du CAC40 ont adopté Votaccess, sans parler des autres dispositifs existants. Nous avons fait beaucoup de progrès ces dernières années et il existe un large consensus sur la nécessité de le généraliser. Maintenant, c'est aux entreprises de le promouvoir auprès de leurs actionnaires.

En tant que régulateur, nous ne manquerons pas d'encourager toutes les initiatives qui vont dans ce sens et de participer à la popularisation du vote électronique.

**La loi Sapin 2 a renforcé le contrôle des actionnaires sur la rémunération des dirigeants. Était-ce nécessaire et est-ce de nature à mettre durablement un terme aux polémiques ?**

GR - Cela va dans le bon sens. Le mouvement de transparence dans la fixation des rémunérations a été initié bien avant cette loi, mais avec des effets un peu paradoxaux. On en attendait plus de transparence, une meilleure compréhension du public et une certaine autodiscipline sur les dirigeants. C'est plutôt l'inverse qui s'est produit avec l'alignement des pratiques françaises sur les approches anglo-saxonnes. Ajoutez à cela quelques cas emblématiques qui n'ont fait que renforcer les critiques.

Le vote contraignant ne va pas forcément résoudre ces questions complexes du jour au lendemain, mais cela va renforcer la qualité du débat et mettre une contrainte juridique sur les dirigeants qui seront réticents à voir leur rémunération rejetée ou mal votée. La position française va d'ailleurs un peu plus loin que ce que lui impose la directive européenne Droit des actionnaires récemment adoptée. En effet, les actionnaires votent à la fois sur la politique de rémunération avant sa mise en œuvre puis, a posteriori, pour en valider les éléments variables. C'est un dispositif assez contraignant, qui force à la transparence sans gêner le fonctionnement des entreprises.

**Les épargnants sont très sollicités sur Internet par un nombre sans cesse croissant d'acteurs de qualité diverse. Comment assurez-vous votre mission de protection de l'épargne ?**

GR - C'est un de nos soucis majeurs de ces dernières années. Les taux d'intérêt bas offrent une occasion aux vendeurs de rêve plus ou moins compétents et honnêtes de proposer d'autres supports pour l'épargne. Cela peut être justifié dans certains cas mais c'est globalement potentiellement dangereux. Proposer aujourd'hui un rendement à 10 % quand les taux actuels tournent autour de 1,5 % constitue un mensonge, si on passe sous silence l'aléa et le risque.

Face à cela, nous luttons fermement contre toutes les formes de distribution abusives et qui ne donnent pas une présentation équilibrée des risques et des avantages d'un produit. La difficulté vient de la multitude de propositions qui circulent sur Internet. Même si nous avons des équipes de veille, on ne peut pas tout contrôler. Nous multiplions les mises en garde comme celles que nous avons faites sur le diamant ou le forex (marché des devises) où pullulent les discours caricaturaux. Nous travaillons à la fois au niveau français, où nous avons récemment obtenu l'interdiction de la publicité sur certains produits excessivement complexes et risqués, mais aussi européen.

Nous menons des travaux importants au sein de l'ESMA<sup>1</sup> pour coordonner nos efforts et, en particulier, exercer une pression sur certains pays de l'Union qui délivrent des agréments qui permettent de distribuer des produits dans toute l'Europe sans qu'il y ait eu des contrôles d'une qualité identique à ceux pratiqués en France, en Allemagne ou en Grande Bretagne. C'est une action difficile, longue et multiforme. Il nous arrive d'interdire des acteurs ou de faire fermer certains sites. Nous ne pouvons pas garantir la sécurité totale car ces acteurs sont très agressifs. Mais nous avons marqué des points et réussi à diminuer assez nettement un phénomène qui a entraîné de lourdes pertes pour les particuliers. Mais il faut être prudent sur ces succès car l'imagination de ces acteurs n'a pas de limite, comme on le voit actuellement sur le diamant.

Nous avons également obtenu un durcissement de la réglementation sur ce que l'on appelle les « biens divers ». Il s'agit de tous les biens qui ne sont pas des produits financiers proprement dit et qui sont proposés comme produits d'investissement : vin, chevaux de course, certains bois exotiques... Tout promoteur de placement dans ce type de produits doit nous présenter son projet au préalable pour que nous puissions nous prononcer non pas sur l'opportunité du placement mais sur sa solidité juridique et la compétence ou l'honnêteté de ses promoteurs. C'est un frein très fort.

Plus généralement, je suis désolé de voir qu'il y a une réticence générale des particuliers à utiliser les nombreux outils qui existent, y compris fiscaux, pour investir dans le marché des actions qui offre des rendements assez sûrs dans une volatilité plutôt maîtrisée, et qui n'hésitent pas dans certains cas à investir sur des produits autrement plus risqués et aux perspectives de gain très aléatoires. C'est un paradoxe.

Je préférerais que davantage d'épargnants, dès lors qu'ils sont conscients des risques du marché actions, voient aussi toutes ses qualités, ses atouts quand on investit à moyen terme de façon prudente et raisonnée avec une répartition des risques. Même quand ils sont proposés par des acteurs honnêtes et professionnels, les produits dont on a parlé plus haut sont extrêmement aléatoires.

**L'émergence de nouveaux acteurs comme les robo advisors ou le conseil automatisé basé sur des algorithmes est de nature à favoriser l'actionnariat individuel ? Ces nouvelles technologies ne comportent-elles pas des risques ?**

GR - Ce sont des outils que l'on regarde plutôt positivement car ils peuvent permettre aux particuliers d'obtenir facilement et à bon marché une forme de conseil qui, si le robo advisor suit bien les règles, peut être tout à fait utile. L'allocation d'actifs, c'est-à-dire le choix des placements et des véhicules pour une personne dans une situation donnée, implique un conseil très encadré juridiquement qui peut être assez coûteux. L'électronique permet des économies d'échelle considérables.

Il faut bien entendu que ces supports très modernes, qui ont l'avantage, mais aussi l'inconvénient, de faire l'économie d'un dialogue avec une personne physique, suivent des règles précises en matière de conseil et de vérification des compétences de l'investisseur, de présentation des avantages et des risques via l'utilisation de simulateurs.

**Les particuliers ont le sentiment que la technologie, comme le trading à haute fréquence, fausse les règles du jeu. Comment les rassurer ?**

GR - C'est une question complexe. Nous sommes très vigilants à ce que ces techniques ne dissimulent pas une forme de manipulation de cours. Maintenant, pour ce qui est de l'investisseur particulier, j'ai une vue assez nette. Celui qui s'intéresse au marché des actions doit travailler sur une période d'investissement assez longue en regardant les titres qu'il achète en fonction des risques du marché et des secteurs concernés. S'il procède de cette façon, il n'a pas à se préoccuper du trading haute fréquence qui vit dans un autre univers. Il s'agit là de « day trading » avec des positions neutres en fin de journée. Tout le jeu de se fait sur des périodes de temps extrêmement courtes pour des différences de prix minimes. C'est la rapidité et la quantité qui rendent ces techniques rentables pour ceux qui les utilisent. Cela n'a qu'un impact très négligeable pour l'actionnaire qui garde ses titres plusieurs mois ou plusieurs années. Si vous avez acheté une action qui vous rapporte 3 % de rendement par an plus une éventuelle plus-value, quelle importance si vous avez raté quelques centimes à l'achat ou à la vente ?

C'est là le message principal qu'il faut adresser aux particuliers qui doivent utiliser le marché actions comme il devrait l'être sans se préoccuper de ces techniques qui ne lui portent au fond pas préjudice. Je crains plus l'image défavorable que le trading à haute fréquence donne du marché que ses conséquences directes sur les porteurs individuels.

**Les actionnaires individuels n'ont cessé de voir leur influence se réduire depuis 25 ans, en France comme dans toute l'Union. Est-ce une fatalité ?**

GR - C'est un de mes grands regrets. J'exerce des responsabilités dans la régulation depuis environ vingt ans et j'observe le net recul de l'actionnariat depuis l'éclatement de la bulle internet et la crise des subprimes. La Bourse a subi un préjudice de réputation qui rend les Français trop prudents par rapport à l'investissement en actions. Et le développement de la gestion collective n'a que partiellement compensé cette désaffection. L'aversion au risque actions des épargnants n'est pas justifiée sur le fond. Elle est à la fois néfaste pour la rationalité de la politique d'épargne des Français et a aussi l'inconvénient de rendre le marché français très ouvert aux placements internationaux, à tel point que beaucoup de nos grands groupes ont une majorité d'investisseurs étrangers. Je trouve cela regrettable et j'essaie de plaider pour une prise de conscience d'une meilleure rationalité économique des placements. Cela passe par un effort accru d'éducation et de sensibilisation pour corriger une image qui est trop défavorable et qui nuit à la fois un peu à l'économie et surtout aux épargnants qui pourraient obtenir sans risque excessif des rendements supérieurs à condition d'utiliser le marché actions de façon rationnelle.

*Propos recueillis par Aldo Sicurani*

Entretien

<sup>(1)</sup> European Securities and Markets Authority, le régulateur européen