

**INTERVENTION DU PRESIDENT DEVANT LA COMMISSION D'ENQUETE SUR LES
MECANISMES DE SPECULATION**

Mercredi 8 septembre 2010 – 18h30

Salle Lamartine

Monsieur le Président,
Mesdames et Messieurs les députés,

En premier lieu, je tiens à saluer l'initiative du Président Emmanuelli dans le choix de ce thème pour cette première commission d'enquête attribuée aux groupes d'opposition.

Acheter aujourd'hui un actif financier, en espérant que son prix va monter et qu'on pourra le revendre demain en en tirant des bénéfices, suscite de plus en plus une condamnation morale. Les financiers ne sont pourtant pas les seuls à se livrer à ce type d'activité. En quoi est-ce différent des plus values immobilières que monsieur et madame tout le monde escomptent bien réaliser à la revente de leur bien ? Je vais être un brin provocateur : sans spéculateurs, il n'y aurait pas de marché. Pour qu'il y ait transaction, il faut un acheteur et un vendeur qui, chacun de leur côté, considèrent que la transaction est dans son intérêt. De même, les entreprises ne pourraient pas aussi facilement s'assurer contre les fluctuations du prix des matières premières, des devises ou des taux d'intérêt si elles ne trouvaient pas en face d'elles des "spéculateurs" ou plutôt des intermédiaires financiers, prêts à prendre le pari inverse, que ce soit pour quelques heures ou quelques mois. La spéculation est donc consubstantielle à l'existence des marchés.

Le problème n'est pas celui de l'existence même de la spéculation, mais celui d'une spéculation "excessive", qu'on pourrait qualifier de pathogène, celle qui est porteuse de risques systémiques ou qui pourrait porter atteinte à l'intégrité des marchés ou, pire encore, celui d'une spéculation frauduleuse: il s'agit en ce cas de manipulations de cours ou de diffusions de fausses rumeurs (voire de manquements d'initiés).

Aujourd'hui, les principaux acteurs du mauvais feuilleton du printemps sont tous pointés du doigt. Votre rapport les a bien identifiés. Quelle est la responsabilité respective des agences de notations ? Des Etats ? Des banques ? Des *Hedge funds* ? C'est la question à laquelle votre Commission souhaite répondre. Dans la mesure de mes compétences et de celle de l'institution que je préside, je vais m'efforcer de nourrir votre réflexion en vous faisant bénéficier de notre expérience et en vous suggérant, surtout, des pistes d'amélioration dans la lutte contre la spéculation excessive et frauduleuse. Sachant que la réponse est plus compliquée qu'il n'y paraît car l'AMF n'est pas le régulateur de tous les marchés de dette souveraine européenne, par exemple de la dette grecque. Elle n'est compétente que lorsqu'il existe un élément de territorialité, c'est-à-dire pour les opérations sur les titres cotés en France ou celles des opérateurs français. Dans le cas d'espèce, s'agissant de l'examen de négociations faites sur des titres non cotés à Paris (titres de dette grecque), nos investigations ne pouvaient porter que sur les transactions des opérateurs français. En pratique, je me concentrerai lors de cette intervention liminaire sur trois sujets que vous avez bien identifiés et qui, pour deux d'entre eux, ont été au cœur de la crise grecque : les ventes à découvert, les agences de notation et le trading algorithmique.

I - Les ventes à découvert d'abord :

1.1. Après la crise bancaire, leur rôle a été de nouveau pointé du doigt dans la crise grecque :

Cette crise, qui s'est développée à partir de novembre 2009, s'est matérialisée par une flambée des cours des CDS souverains et des *spreads* des obligations d'Etat émises par la Grèce, ainsi que par une forte chute du taux de change euro-dollar.

D'où vient cette crise ? Au premier chef, de la Grèce et de ses mensonges d'Etat. Quand le 4 octobre 2009 le gouvernement socialiste de Georges Papandréou décide de faire la vérité sur le déficit budgétaire du pays – 12,7% du produit intérieur brut (PIB) et non 6% – les marchés perdent confiance. Nul besoin de spéculateurs pour faire chuter les cours et monter les taux : il suffit qu'il n'y ait plus d'acheteur. Plus personne n'a confiance dans les données statistiques diffusées par l'Etat grec, ni dans la capacité de la Grèce à rembourser ses dettes. Et donc plus personne ne veut acheter de dette grecque. Les taux grimpent. Le pays emprunte à des coûts de plus en plus prohibitifs. Ceux qui détenaient de la dette grecque cherchent alors, et c'est bien naturel, à la céder ou à se protéger contre la dépréciation progressive de leur portefeuille en se couvrant via les fameux CDS, alimentant ce faisant un flux vendeur. Les dégradations à répétition de la note de la Grèce entretiennent la défiance des investisseurs. Elles obligent même certains d'entre eux à céder leurs titres grecs pour respecter leurs règles d'investissement.

On le voit, la raréfaction des acheteurs, les ventes classiques de titres dont la valeur se déprécie chaque jour, peuvent suffire à expliquer la hausse des taux grecs.

Il est néanmoins possible que des spéculateurs aient tenté d'anticiper ces mouvements en vendant à découvert. Je rappelle que, dans ce cas, ceux-ci empruntent les titres pour les vendre, avec pour objectif de les racheter une fois leurs cours déprécié, avant de les rendre à leur propriétaire d'origine, empochant dans l'intervalle la différence entre le prix d'achat et de vente. Si ces opérations amplifient encore plus les tendances au point de nuire au mécanisme de formation des prix, ou ont été accompagnées de rumeurs visant à alimenter la spirale baissière, alors on peut parler de manipulation des marchés. Qui plus est, si le vendeur ne prend même pas la précaution d'emprunter le titre qu'il vend, il court le risque de ne pas pouvoir livrer le titre vendu, se mettant ainsi potentiellement en infraction avec les règles de marché. On parle alors de vente à découvert à nu.

1.2. La recherche d'indices de manipulations de cours

Compte tenu de l'ampleur des mouvements observés au pic de la crise grecque, mes services ont tenté de déterminer si des interventions spéculatives avaient aggravé les mouvements de marché. Je tiens à préciser qu'aujourd'hui, les manipulations de cours sur les produits dérivés échangés de gré à gré ne peuvent donner lieu à sanction, faute de base légale. Le PLRBF y remédiera en donnant à la Commission des sanctions la possibilité de sanctionner des abus de marché, notamment des manipulations de cours portant sur des instruments dérivés échangés sur des marchés de gré à gré et dont le sous-jacent est coté sur un marché réglementé.

Aujourd'hui, l'AMF ne collecte pas l'ensemble des données relatives aux transactions sur les marchés de dette souveraine. Les informations sur les transactions sur les titres de dettes cotés en France lui remontent

automatiquement, mais aucun dispositif de reporting équivalent n'existe à ce jour pour les CDS. Pourquoi ? Car un tel dispositif n'a de sens que s'il est européen, compte tenu de l'importance de la Place de Londres, et les régulateurs européens ne se sont jusqu'à présent entendu que sur un échange organisé des données sur les titres eux-mêmes. J'y reviendrai. Pour corriger notre myopie, notre seule possibilité est de nous adresser directement et individuellement aux intermédiaires financiers ayant réalisé les opérations sur CDS. L'AMF a donc interrogé systématiquement les principaux intervenants français réputés actifs sur le marché des CDS.

Ces prestataires nous ont fourni les informations demandées sur les transactions réalisées sur les CDS grecs de novembre 2009 à février 2010. La volumétrie des échanges concernés est relativement faible au regard des transactions sur les obligations souveraines grecques elle-même. Autrement dit, le marché des CDS est resté un petit marché à l'aune du marché de la dette grecque elle-même. S'agissant du timing des opérations, les deux principaux établissements français actifs sur ce secteur de marché semblaient se protéger davantage au fur et à mesure que les craintes sur la solvabilité de la Grèce (et donc le prix des CDS) augmentaient. Plus généralement, nous n'avons pas relevé d'indices suffisants de comportements spéculatifs susceptibles de déstabiliser les marchés (ventes à découvert en début de période, suivies de rachats après la baisse des cours). Je rappelle que seules les autorités grecques ont la compétence pour collecter une information exhaustive sur les transactions sur dette grecque (enquête qu'elles ont évidemment diligentée), comme le serait la seule AMF pour les Obligations émises par le trésor français qui sont cotées en France.

1.3. Les leçons à tirer

Les enseignements à tirer de cette surveillance sont de **3 ordres** :

1- Cette surveillance n'a pas révélé de "smoking gun" mais nous ne pouvons exclure le comportement spéculatif d'acteurs étrangers, ou d'acteurs finaux non identifiés dont les ordres auraient été « noyés dans la masse ».

2- La capacité du régulateur à surveiller les marchés de dettes souveraines est aujourd'hui encore trop limitée : les enquêtes sont lourdes, elles sont limitées par les compétences territoriales des régulateurs, et la vision du marché reste partielle en l'absence de collecte systématique de données exhaustives sur les transactions réalisées sur les produits dérivés OTC (que ce soit en France ou hors de France) . Au demeurant, cette difficulté à surveiller les transactions sur les marchés dérivés de gré à gré en l'absence de reporting standardisé et organisé n'est pas limitée aux marchés de dette souveraine.

3- L'Europe est en retard dans ce domaine crucial de la surveillance. C'est pourtant un chantier sur lequel il faut avancer vite, compte tenu des enjeux systémiques des dérivés, notamment les dérivés de crédit, mais aussi des enjeux de surveillance micro-prudentielle. Il nous faut une vision consolidée à l'échelle européenne que nous n'aurons que si les législations appropriées sont adoptées à ce même échelon.

Quels sont alors les possibles remèdes ?

- Tout d'abord, et à très court terme, organiser le reporting systématique aux régulateurs des transactions sur les CDS, pour faciliter l'analyse de données et rendre plus efficace le contrôle du régulateur. Les régulateurs européens se sont d'ores et déjà entendus, sur une base volontaire, pour mettre en place un système de reporting standardisé des dérivés échangés de gré à gré.

La complexité technique et la difficulté de ce travail à 27 ralentissent les travaux, mais ils devraient aboutir dans le courant de l'année prochaine¹.

- Ensuite, mettre en place des bases de données centralisées d'enregistrement (ou trade repositories) des transactions réalisées sur l'ensemble des dérivés de gré à gré en Europe. Nous passerions ainsi d'un système de surveillance artisanal et fonctionnant sur une base volontaire à un système automatisé, efficace et obligatoire, simplifiant ainsi considérablement la tâche des régulateurs, qui disposeront enfin d'une vision globale du marché.
- La France milite aussi pour la mise en place d'un identifiant client : aujourd'hui, les informations sur les transactions communiquées aux régulateurs n'intègrent que le nom de l'intermédiaire financier, et non celui du client final, ce qui limite la capacité du régulateur à déceler un comportement suspect, nécessite d'interroger individuellement chaque prestataire et complique inutilement le dépouillement.
- Se pose enfin la question de l'encadrement des ventes à découvert.

L'AMF propose :

- De faire respecter les règles existantes en matière de délais de règlement-livraison des titres ; trop de pays européens tolèrent encore des défauts de livraison et font ainsi le jeu des spéculateurs qui ne payent pas le prix de leurs stratégies en empruntant ou achetant les titres qu'ils vendent².
- De doter l'AMF de pouvoirs d'urgence pour restreindre les conditions de négociation des instruments financiers en cas de circonstances exceptionnelles (ce que prévoit le PLRBF).

¹ Nous recevons les informations de nos partenaires, notamment britanniques, en décembre et nous commencerons à alimenter nos propres partenaires à partir du mois de mai.

² Pour mémoire, la norme est de J + 3 – Voir fiche jointe sur la négociation d'un possible raccourcissement du délai dans le PRLBF. En France, 7 jours plus tard, la position en suspens est automatiquement dénouée. Mais LCH-Clearnet envisage de réduire encore ce délai. En Grande Bretagne la tolérance n'a pas de limite....

- La mise en place d'une « locate rule », qui forcerait les vendeurs, avant même de conclure la vente, à s'assurer qu'ils disposeront bien du titre lorsqu'ils devront le livrer.

Cette mesure, qui revient de fait à interdire les ventes à découvert à nu, me semble préférable à une interdiction permanente des ventes à découvert, pour les deux raisons suivantes : d'une part, certaines ventes à découvert peuvent contribuer à la liquidité du marché ; d'autre part, certains titres peuvent être en apparence vendus à découvert alors qu'il s'agit en réalité de se couvrir contre un risque proche (*exemple : le meilleur moyen de se protéger contre un risque de défaillance d'une banque grecque non cotée, ce peut être de se couvrir en vendant à découvert de la dette d'Etat parce que ces deux risques sont étroitement corrélés*). La Commission réfléchit en ce sens.

- Enfin, il serait également possible d'envisager au niveau européen des règles inspirées de l' « uptick rule » américaine : c'est-à-dire fixer un plancher de prix en-dessous duquel les ventes à découvert ne sont plus autorisées (lorsque le titre a baissé de plus de 10% depuis le début de la journée), pour éviter que les vendeurs à découvert ne dictent la tendance du marché.

Naturellement de telles mesures n'ont de sens que si elles sont mises en place au niveau européen. Les mêmes titres sont aujourd'hui négociés sur Euronext Paris et sur Chi-X, plateforme de négociation basée à Londres ; les transactions peuvent être exécutées par la maison mère parisienne ou par ses filiales européennes.

Des mesures strictement nationales seraient inefficaces et conduiraient à un exode rapide des transactions et des prestataires vers d'autres juridictions en raison des coûts qu'elles engendrent.

II. Les agences de notation :

Elles font également figure de « usual suspect » dans la crise grecque. Leurs dégradations brutales des notes de pays a pu créer des mouvements de panique sur les marchés.

Il ne fait pas de doute que les agences de notation doivent être mieux encadrées et leurs modèles d'évaluation revus. Certaines pratiques sont inacceptables, comme la dégradation de la note de l'Espagne 15 minutes avant la clôture des bourses. Les agences doivent faire preuve d'à-propos dans le timing de leur communication, ce qui pourrait faire l'objet d'une règle qui compléterait utilement le dispositif européen. Par ailleurs, le processus de formation de la note doit être cohérent, transparent et surtout stable. Lorsqu'il s'agit de notation de la dette souveraine, j'estime à titre personnel qu'il faut s'en tenir aux fondamentaux économiques en s'affranchissant des hoquets du marché. En effet, la notation ne doit pas nourrir un cercle vicieux où les dégradations de la note d'un Etat entraîneraient mécaniquement l'augmentation de son coût de financement, ce qui amènerait l'agence de notation à dégrader de nouveau la note de cet Etat...

Pour autant, les notations des agences sont des thermomètres utiles. Elles ont le mérite de dire tout haut ce que le marché pense tout bas et de mettre chacun devant ses responsabilités.

La dette française est détenue aux 2/3 par des investisseurs étrangers. Il est légitime qu'ils veuillent recueillir l'avis d'un tiers sur le risque France.

Je peux revenir lors de vos questions sur les mesures déjà prises ou en cours d'adoption pour mieux encadrer les agences de notation. L'AMF, puis l'Autorité Européenne des Marchés Financiers, enregistreront et contrôleront ces agences pour s'assurer de la façon dont les notations sont établies et diffusées. Mais il faut aller plus loin et le plus efficace serait encore de se « désintoxiquer » collectivement de la notation, à commencer par les banquiers centraux qui ont délégué l'appréciation des risques à des agences pour les actifs qu'ils acceptent en refinancement.

III - La transformation des marchés actions

J'en viens à mon troisième et dernier point, trop souvent passé sous silence lorsqu'il s'agit d'identifier les facteurs aggravant la spéculation "excessive" ou "frauduleuse". Je veux parler de la modification de l'environnement réglementaire et surtout de l'entrée en vigueur en 2007 de la Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers. Cette directive a fait voler en éclat le monopole des bourses traditionnelles. Les titres sont désormais échangés sur de multiples plateformes, simultanément. Le régulateur ne dispose plus d'informations aussi précises que celles fournies par le seul Euronext Paris sur les ordres. Cette fragmentation des marchés s'est accompagnée de la création de plateformes de négociation alternatives dites 'dark', qui ne dévoilent pas leur carnet d'ordre au public. La poignée de grandes institutions financières qui tirent profit de cette opacité et de cette fragmentation croissante des marchés, ne doivent pas pouvoir faire en Europe ce qu'elles ne pourraient plus faire aux Etats Unis, où mon homologue s'inquiète également d'une dérive comparable.

Enfin, et vous l'avez souligné dans votre rapport, la concurrence entre plateformes que la directive a instaurée a fait le lit d'avancées technologiques spectaculaires. 1/3 des transactions est aujourd'hui le fait de traders qui utilisent des programmes informatiques de passation automatique des ordres (2/3 aux Etats-Unis). Ces techniques, à l'utilité sociale douteuse, compliquent la détection des manipulations de cours, tout en perturbant les investisseurs qui n'arrivent plus à lire le marché. Elles engendrent aussi des risques opérationnels, voire pour la stabilité financière. Ainsi en 2003, une firme US a fait faillite en 16 secondes lorsqu'un employé a par erreur déclenché un algorithme. Plus récemment, le crash éclair de Wall Street, le 6 mai 2010, pourrait être en partie imputable au trading haute-fréquence, mais on ne saura sans doute jamais ce qui s'est passé, les données nécessaires à l'analyse n'ayant pas été conservées.

De part et d'autre de l'Atlantique, nous commençons à nous interroger sur le lien entre technologie et intégrité des marchés. Mme Shapiro, hier a évoqué ces risques sur les marchés actions qu'elle paraît déterminée à vouloir limiter. Lors de la révision de la Directive MIF, programmée pour 2011, il faudrait que nous revoyons en profondeur l'organisation de nos marchés en tenant compte des paramètres que j'ai énumérés. Dans un monde idéal, nous devrions nous entendre au niveau européen pour hausser aux niveaux des nouvelles technologies, nos moyens réglementaires et techniques. Mais cela suppose des investissements extrêmement importants et une ambition commune que je ne crois pas partagée pour l'instant. A défaut de permettre au gendarme de courir aussi vite que les voleurs, en clair si le régulateur ne peut pas surveiller efficacement ces marchés, alors certaines pratiques devront être strictement encadrées, voire interdites :

n'excluons pas de brider la vitesse des transactions, d'imposer une durée minimale avant l'annulation d'un ordre (aujourd'hui, certains ordres ne restent que quelques dizaines de microsecondes dans le carnet), ou de tarifier les ordres annulés. Au-delà, la transformation à l'œuvre des marchés actions, qui soulève tant de questions, me paraîtrait mériter que le G20 s'y intéresse.

En conclusion

Permettez moi en conclusion de revenir sur un épisode récent : nos amis allemands ont décidé, seuls et sans nous en informer au préalable, d'interdire les ventes à découvert sur les titres de dette souveraine cotés en Allemagne. En pratique, ne sont concernées que les dettes allemande et autrichienne. Dans les faits, cette interdiction, aussi spectaculaire soit-elle, et dont on sait bien qu'elle était dictée par des considérations de politique intérieure, est aussi efficace pour brider la spéculation qu'un emplâtre sur une jambe de bois ! La succursale de la Deutsche Bank à Londres n'était pas soumise à cette règle.

On le voit bien, ce type de mesures n'a de sens et n'est efficace que si elle est adoptée par les 27. Pire encore, une interdiction isolée peut entraîner un exode des activités que nous cherchons à mieux encadrer vers des cieux plus cléments.

Une seule solution à ce dilemme : une plus grande intégration de l'Europe financière. Le corollaire en est un vrai gendarme européen. Je plaçais sans relâche depuis plusieurs mois pour une Autorité européenne des marchés financiers forte et rapidement opérationnelle. Je me réjouis des progrès des derniers jours. Nous devons rester très ambitieux quant à la définition plus précise du champ de compétence de cette Autorité et des moyens qui lui seront alloués, compte tenu du rôle clé que nous souhaitons lui voir jouer.