

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

X I I I I ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies

- Audition, *ouverte à la presse*, de M. Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers, accompagné de M. Thierry Francq, secrétaire général 2

Mercredi
8 septembre 2010
Séance de 18 heures 30

Compte rendu n°3

SESSION EXTRAORDINAIRE DE 2009-2010

**Présidence
de M. Henri
Emmanuelli,
Président**



L'audition débute à 18 h 55.

M. le président Henri Emmanuelli. Monsieur le président, je vous remercie d'avoir répondu à l'invitation de notre commission d'enquête. La crise grecque a suscité de nombreuses interrogations, notamment sur la sensibilité des marchés financiers aux rumeurs, sur les conflits d'intérêts affectant des opérateurs à la fois conseils des émetteurs de titres souverains et acteurs sur les marchés des dettes souveraines, sur le mécanisme des couvertures de défaillance – ou « *credit default swaps* » (CDS) –, et sur les effets déstabilisants des outils permettant les ventes à terme et à découvert de certains produits financiers.

La commission d'enquête souhaite déterminer quand, comment et pourquoi des mécanismes conçus initialement pour exercer une action stabilisatrice, comme les ventes à terme, en sont venus à produire l'effet inverse. En quoi l'automatisation des décisions de vente et d'achat amplifie-t-elle les mouvements spéculatifs ? Quel est le rôle joué par les agences de notation dans les prises de position des fonds spéculatifs et des acteurs de marché ? Peut-on considérer qu'il y a eu, à l'occasion de la crise grecque, « délits d'initiés » ? Qui se livre aux attaques spéculatives, et à partir de quelles zones ou de quels marchés ? Quel a été le rôle des fonds alternatifs – les « *hedge funds* » ?

À titre personnel, je souhaiterais également connaître votre avis sur l'idée de revenir à une séparation des activités de banque de dépôt et de banque d'affaires – séparation réalisée partiellement, par des moyens comptables, par la loi de régulation financière américaine.

(M. Jean-Pierre Jouyet prête serment.)

M. Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Monsieur le président, je tiens tout d'abord à saluer le choix du thème de cette commission d'enquête.

Permettez-moi, en commençant mon propos, d'être une peu provocateur. Acheter un actif financier en espérant que son prix augmentera et que l'on touchera un bénéfice quand on le revendra, suscite une condamnation morale de plus en plus vive. Pourtant, les financiers ne sont pas les seuls à se livrer à ce type d'activité. En quoi est-ce différent de la réalisation d'une plus-value immobilière, escomptée par tout un chacun à la revente de son bien ? Sans spéculateurs, il n'y aurait pas de marché. Pour qu'une transaction se fasse, il faut un acheteur et un vendeur, chacun considérant qu'elle est dans son intérêt. De même, les entreprises ne pourraient pas se protéger aussi facilement contre les fluctuations des prix des matières premières, des devises ou des taux d'intérêt s'il n'existait pas des « spéculateurs », ou plutôt des intermédiaires financiers, prêts à faire le pari inverse pour quelques heures, quelques mois, voire quelques secondes. La spéculation est consubstantielle au marché.

Le problème, ce n'est pas son existence, mais celle d'une spéculation excessive, que l'on pourrait qualifier de pathogène, porteuse de risques systémiques ou susceptible de porter atteinte à l'intégrité des marchés, ou celle d'une spéculation frauduleuse, passant par la manipulation des cours, la diffusion de fausses rumeurs, voire les manquements d'initiés – autant de pratiques contre lesquelles nous avons pour mission de lutter.

Aujourd'hui, les principaux acteurs du mauvais feuilleton du printemps sont montrés du doigt. Vous les avez identifiés dans votre rapport sur la proposition de résolution tendant à

la création de la commission d'enquête, monsieur le président, et vous cherchez aujourd'hui à savoir quelle est la responsabilité respective des agences de notations, des États, des banques, des *hedge funds*.

Il est pour moi plus compliqué qu'il n'y paraît de vous répondre car l'AMF n'est pas le régulateur de tous les marchés de dettes souveraines en Europe ; elle n'est compétente que sur les opérations comportant un élément de territorialité, c'est-à-dire sur celles relatives aux titres cotés en France ou réalisées par des opérateurs français. Aux termes de la loi, c'est le secrétaire général, M. Thierry Francq, ici présent, qui est habilité à ouvrir et à instruire les enquêtes. Je ne saurais me substituer à lui. Aussi centrerai-je mon propos sur trois sujets que vous avez évoqués, et dont deux furent au cœur de la crise grecque : les ventes à découvert, les agences de notation et le *trading* algorithmique.

Les ventes à découvert, dont le rôle avait déjà été contesté lors de la crise bancaire, ont été une nouvelle fois mises en cause dans la crise grecque qui s'est développée à partir de novembre 2009. Celle-ci s'est concrétisée par la flambée des cours des CDS souverains et des écarts de crédit – *spreads* – des obligations d'État émises par la Grèce, ainsi que par une forte chute du taux de change euro-dollar.

Soyons clairs : cette crise provient, au premier chef, des mensonges publics grecs sur certaines statistiques. Lorsque, le 4 octobre 2009, M. Georges Papandréou arrive au pouvoir, il décide de faire la vérité sur le déficit budgétaire du pays, qui s'avère être de 12,7 % du produit intérieur brut (PIB), et non de 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'acheteurs. Plus personne n'a confiance dans les données statistiques diffusées par les Grecs, ni dans la capacité de la Grèce à rembourser ses dettes ; plus personne ne veut acheter de la dette grecque. Les taux grimpent. Le pays emprunte à des coûts de plus en plus élevés. Ceux qui détenaient de la dette grecque cherchent alors à la céder ou à se protéger grâce à des CDS contre la dépréciation de leur portefeuille.

La raréfaction des acheteurs et les ventes de titres de plus en plus dépréciés peuvent suffire à expliquer la hausse des taux grecs durant cette période. Il est néanmoins possible que des spéculateurs aient tenté d'anticiper les mouvements en vendant « à découvert » – ce qui signifie que l'on emprunte des titres pour les vendre, dans l'objectif de les racheter une fois leur cours déprécié, avant de les rendre à leur propriétaire d'origine, en empochant dans l'intervalle la différence entre le prix d'achat et le prix de vente. Si ces opérations amplifient les tendances au point de contrarier le mécanisme de formation des prix, ou si elles sont accompagnées de rumeurs visant à alimenter la spirale baissière, 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 le livrer, se mettant ainsi potentiellement en infraction avec les règles de marché ; on parle alors de « vente à découvert à nu ».

Compte tenu de l'ampleur des mouvements observés à l'acmé de la crise grecque, les services de l'AMF ont cherché à déterminer si des interventions spéculatives avaient aggravé les mouvements de marché. Je tiens à souligner qu'à l'heure actuelle, les manipulations de cours sur des produits dérivés échangés de gré à gré ne peuvent donner lieu à des sanctions, faute de base légale ; le projet de loi de régulation bancaire et financière va y remédier en donnant à la commission des sanctions de l'AMF la possibilité de sanctionner des abus de marché, notamment les 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 la totalité des données relatives aux transactions sur les marchés de dette souveraine. Les informations concernant les transactions sur les titres de dettes cotés en France – marchés organisés, marchés obligataires, marchés de titres d'État – lui sont transmises automatiquement, mais il n'existe à ce jour aucun dispositif de *reporting* équivalent pour les CDS. Un tel dispositif n'aurait un sens que s'il était européen, compte tenu de l'importance de certaines places financières, en particulier celle de Londres ; or pour l'instant, les régulateurs européens ne se sont mis d'accord que pour un échange organisé des données sur les titres eux-mêmes. Notre seule possibilité est donc de nous adresser directement et individuellement aux intermédiaires financiers ayant réalisé des opérations sur les CDS. L'AMF a donc interrogé systématiquement les principaux intervenants français réputés actifs sur ce marché.

Ceux-ci nous ont fourni les informations demandées sur les transactions réalisées sur les CDS grecs de novembre 2009 à février 2010. Leur volume s'avère relativement faible au regard des transactions sur les obligations souveraines grecques. Autrement dit, le marché des CDS est resté limité à l'aune du marché de la dette grecque elle-même.

S'agissant de la chronologie des opérations, les deux principaux établissements français actifs sur ce secteur de marché semblent s'être protégés davantage au fur et à mesure que les craintes sur la solvabilité de la Grèce, donc le prix des CDS, augmentaient. Plus généralement, nous n'avons pas relevé d'indices suffisants de comportements spéculatifs susceptibles de déstabiliser les marchés, comme des ventes à découvert en début de période, suivies de rachats après la baisse des cours. Je rappelle par ailleurs que seules les autorités grecques sont compétentes pour collecter une information exhaustive sur les transactions relatives à la dette grecque – et elles ont diligenté une enquête –, de même que seule l'AMF est compétente pour les obligations émises par le Trésor français et cotées en France.

Les enseignements à tirer des investigations que nous avons menées en matière de ventes à découvert sont de trois ordres.

Tout d'abord, nous n'avons pas trouvé de « *smoking gun* », d'indice manifeste ou de flagrant délit, mais nous ne pouvons exclure que des acteurs étrangers ou des acteurs finaux non identifiés, dont les ordres auraient été noyés dans la masse, aient pu avoir un comportement spéculatif.

Ensuite, la capacité du régulateur à surveiller les marchés de dettes souveraines est encore trop limitée. Les enquêtes sont lourdes – elles nécessitent en général des investigations européennes, voire internationales –, elles sont limitées par les compétences territoriales des différents régulateurs, et notre vision du marché reste partielle en l'absence d'une collecte systématique des informations sur les transactions réalisées sur les produits dérivés « *over-the-counter* » – OTC, « sous le comptoir » –, en France et hors de France. Cette difficulté à surveiller les transactions sur les marchés dérivés de gré à gré n'est d'ailleurs pas limitée aux marchés de dette souveraine.

Enfin, 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 des dérivés de crédit, et des enjeux de surveillance micro-prudentielle. Nous avons besoin d'une vision consolidée à l'échelle européenne, ce qui suppose l'adoption de législations appropriées à ce même échelon, avec des mécanismes d'enquête et d'échanges d'information efficaces – nous en sommes loin.

M. le président Henri Emmanuelli. Les régulateurs européens ne communiquent-ils pas entre eux ?

M. Jean-Pierre Jouyet. Si, mais uniquement sur ce qui est organisé.

Quels sont les remèdes possibles ?

Tout d'abord, il faut organiser très rapidement le *reporting* systématique aux régulateurs des transactions sur les CDS, afin de faciliter l'analyse des données et de rendre le contrôle plus efficace. Dans le courant de l'année prochaine, devrait être instauré au niveau européen, sur une base volontaire, un système de *reporting* standardisé des dérivés échangés de gré à gré ; mais à vingt-sept, et compte tenu de la complexité technique des travaux, cela prend du temps...

Ensuite, il faudrait, suivant l'exemple des États-Unis, créer des bases de données centralisées d'enregistrement des transactions – « *trade repositories* » – sur l'ensemble des dérivés de gré à gré en Europe. Nous passerions ainsi d'un mécanisme de surveillance artisanal et fonctionnant sur une base volontaire à un système automatisé, obligatoire et efficace.

En troisième lieu, nous militons pour la création d'un identifiant client. Aujourd'hui, on doit passer par les intermédiaires financiers ; si l'on connaissait le nom du client final, les services de l'AMF n'auraient pas à interroger individuellement chaque prestataire. Cela ferait gagner beaucoup de temps.

S'agissant enfin de l'encadrement des ventes à découvert, l'AMF propose plusieurs mesures.

Premièrement, il conviendrait de faire respecter les règles existantes en matière de règlement livraison des titres. Trop de pays européens tolèrent les défauts de livraison, ce qui fait le jeu des spéculateurs.

Deuxièmement, il faudrait doter les régulateurs de pouvoirs d'urgence leur permettant de restreindre les conditions de négociation des instruments financiers en cas de circonstances exceptionnelles ; c'est ce que prévoit le projet de loi de régulation bancaire et financière.

Troisièmement, il serait souhaitable d'établir des règles permettant de s'assurer que celui qui procède à une vente à découvert dispose bien du titre qu'il devra livrer – ce que les marchés anglo-saxons appellent une « *locate rule* ». Ce système, qui revient de fait à interdire les ventes à découvert à nu, semble préférable à une interdiction permanente des ventes à découvert. En effet, d'une part, les ventes à découvert peuvent dans certains cas contribuer à la liquidité du marché, d'autre part, des titres peuvent être en apparence vendus à découvert alors que l'opération vise à se protéger contre un risque à court terme – par exemple, contre un risque de défaillance d'une banque grecque non cotée. La Commission européenne réfléchit à une mesure en ce sens.

Enfin, on pourrait envisager au niveau européen, en s'inspirant de l'exemple américain, une interdiction des ventes à découvert au-dessous d'un certain plancher – par exemple, lorsque la valeur d'un titre a diminué de plus de 10 % depuis le début de la journée –, afin d'éviter que les vendeurs à découvert ne dictent la tendance du marché et n'amplifient la baisse.

De telles mesures n'ont de sens que si elles sont prises au niveau européen : on ne gagnera pas grand-chose à prendre des dispositions en France si rien ne change à Londres.

J'en viens – deuxième sujet – aux agences de notation.

De fait, la dégradation brutale des notes de certains pays a pu susciter 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, comme la dégradation de la note de l'Espagne quinze minutes avant la clôture des bourses, sont inacceptables. Les agences doivent faire preuve d'à-propos. Cela 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 stable. À titre personnel, j'estime que, lorsqu'il s'agit de la dette souveraine, il faut s'en tenir aux « fondamentaux » de l'économie. Si la notation prend en considération les hoquets du marché, elle risque d'entretenir un cercle vicieux : les dégradations de la note d'un État vont entraîner mécaniquement l'augmentation de son coût de financement, ce qui va amener l'agence de notation à dégrader de nouveau la note. C'est un peu ce qui s'est produit dans le cas de la Grèce ; de même, regardez aujourd'hui ce qui se passe sur les titres irlandais !

Il reste que 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. Ainsi, les deux tiers de la dette française étant détenus par des investisseurs étrangers, il paraît légitime que ceux-ci veuillent recueillir un avis sur l'évolution de nos finances publiques.

Il convient néanmoins de se « désintoxiquer » collectivement des agences de notations. Nombreux sont ceux qui les utilisent, y compris parmi les plus hautes autorités publiques. On peut difficilement reprocher au marché d'y recourir alors que la Banque centrale européenne l'a fait pendant très longtemps, ou que d'autres banquiers centraux leur délèguent l'appréciation des risques pour les actifs qu'ils acceptent en refinancement.

J'en arrive – troisième sujet – à la transformation du marché des actions.

Elle est trop souvent passée sous silence lorsqu'on cherche à identifier les facteurs aggravant la spéculation excessive ou frauduleuse. Elle résulte de la modification de l'environnement réglementaire, en particulier de l'entrée en vigueur en 2007 de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF), qui a fait voler en éclats le monopole des bourses traditionnelles.

Désormais, les titres sont échangés simultanément sur des plateformes multiples. De ce fait, le régulateur ne dispose plus d'informations aussi précises sur les ordres. Cette fragmentation des marchés s'est accompagnée de la création de plateformes de négociation alternatives dites « noires », les « *dark pools* », qui ne dévoilent pas leur carnet d'ordres au public. Une poignée de grandes institutions financières tirent profit de cette opacité et de la fragmentation croissante des marchés. À mon avis, elles ne devraient pas pouvoir faire en Europe ce qu'elles ne pourraient plus faire aux Etats-Unis, où mon homologue, Mme Shapiro, présidente de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), que je dois rencontrer demain, s'inquiète d'une dérive comparable.

M. le président Henri Emmanuelli. Une fragmentation, là aussi ?

M. Jean-Pierre Jouyet. Oui, et les autorités américaines essaient de réagir. C'est plus facile à faire aux États-Unis qu'en Europe, celle-ci étant elle-même fragmentée.

Soyons clairs : il n'y aura pas de véritable régulation européenne des marchés tant que la directive MIF ne sera pas revue en profondeur. Sa révision est programmée pour 2011. Comme vous l'avez souligné dans votre rapport, la concurrence entre plateformes instaurée par la directive s'est accompagnée d'avancées technologiques spectaculaires, qui opacifient encore plus les marchés. Un tiers des transactions en Europe – deux tiers aux États-Unis – sont aujourd'hui réalisées par des *traders* utilisant des programmes informatiques de passation automatique des ordres. 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 des risques opérationnels, des risques systémiques et des risques pour la stabilité financière. En 2003, une firme américaine a fait faillite en seize secondes parce qu'un employé avait déclenché par erreur un mécanisme algorithmique. Et le krach éclair de Wall Street, le 6 mai dernier, est en partie imputable au *trading* de haute fréquence ; l'événement fut si soudain qu'il n'est pas sûr que l'on sache jamais ce qui s'est passé, non en raison d'une quelconque mauvaise volonté, mais parce qu'il est impossible au régulateur américain de réunir la totalité des données.

De part et d'autre de l'Atlantique, nous avons donc les mêmes préoccupations. Au niveau européen, il faudrait nous entendre pour hausser nos moyens réglementaires et techniques au niveau des nouvelles technologies. Cela suppose des investissements très importants, ainsi qu'une ambition commune qui n'existe pas encore.

À défaut de permettre au gendarme de courir aussi vite que les voleurs, en d'autres termes si le régulateur ne peut pas surveiller efficacement les marchés, certaines pratiques, comme le *trading* algorithmique, devraient être strictement encadrées, voire interdites. Il ne faut pas exclure de limiter 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 d'ordres – ou de tarifier les ordres annulés.

M. le président Henri Emmanuelli. On joue aujourd'hui avec la fragmentation.

M. Jean-Pierre Jouyet. En effet. Le but de ce *trading* algorithmique, c'est qu'à la fin de la journée, les opérateurs et les *traders* n'aient rien perdu, et si possible qu'ils aient gagné. Il leur faut donc sans cesse revenir sur l'ordre qui vient d'être passé.

La transformation actuelle des marchés complique beaucoup notre mission de surveillance. Tout le monde s'accorde pour dire que, si l'on veut établir la confiance dans un marché, il faut le surveiller correctement, afin qu'il n'y ait ni manipulations ni délits d'initiés. Or aujourd'hui, sur certains marchés, le régulateur n'est pas à même de remplir ses tâches de surveillance. Voilà pourquoi il me paraît important que la transformation des marchés d'actions soit inscrite à l'ordre du jour du prochain G 20 – même si cela ne fait pas consensus.

Permettez-moi, en conclusion, de revenir sur un épisode récent. Nos amis allemands ont décidé seuls, 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 ; et cette interdiction, aussi spectaculaire soit-elle, et dont on sait bien qu'elle a été dictée par des considérations de politique intérieure, est, pour brider la

spéculation, aussi efficace qu'un emplâtre sur une jambe de bois ! La succursale de la Deutsche Bank à Londres n'est pas soumise à la règle.

De telles mesures ne peuvent être efficaces que si elles sont adoptées par les Vingt-sept. Bien plus, une interdiction isolée risque de provoquer le déplacement des transactions visées – sans doute vers Singapour, Hong-Kong et Dubaï : il ne s'agit pas seulement de transferts entre Paris, Londres, Francfort ou New-York.

Une plus grande intégration de l'Europe financière, assortie de la création d'un véritable gendarme européen, paraît donc nécessaire. Je me réjouis des progrès réalisés ces derniers jours, mais nous devons rester très ambitieux quant à la définition précise du champ de compétence de la future Autorité européenne des marchés financiers (ESMA). Il faut que celle-ci dispose des pouvoirs les plus étendus si nous voulons mettre fin aux abus que j'ai décrits.

En ce qui concerne la question que vous m'avez posée à titre personnel, je vais voir au Etats-Unis si la réponse qui y est apportée dans le cadre de la Volcker Rule et de la loi Dodd-Frank me paraît bonne, en examinant aussi les exceptions prévues. Une réflexion est également en cours au Royaume-Uni. Quel que soit notre propre modèle d'organisation bancaire et financière, le fait que d'autres s'orientent dans cette voie doit nous conduire à nous interroger.

M. le président Henri Emmanuelli. Merci. Monsieur le secrétaire général, je vous donne la parole avant que nous en venions aux questions.

(M. Thierry Francq prête serment.)

M. Thierry Francq, secrétaire général de l'AMF. Quelques mots sur les enquêtes que nous menons sur ce qui s'est passé.

Nous avons analysé toutes les opérations réalisées par tous les grands opérateurs français sur tous les titres liés à la dette grecque, CDS et contrats à terme – *futures* – inclus. Au bout du compte, nous n'avons pas trouvé d'indice significatif d'une spéculation pathogène – mais notre champ d'observation étant limité aux opérateurs français, nous n'avons pas une vision globale du marché. Le régulateur grec continue d'enquêter, et nous l'aidons dans la mesure du possible.

Nous enquêtons aussi sur des mouvements suspects observés sur d'autres marchés de dettes souveraines, y compris celui de la dette française, qui a été perturbé par une rumeur.

Les enquêtes sur les mouvements provoqués par des rumeurs sont particulièrement difficiles. On peut essayer de déterminer qui a vendu ou acheté au bon moment, mais cela n'en fait pas pour autant un coupable ; il faut aussi savoir qui a diffusé la rumeur.

M. le président Henri Emmanuelli. Si vous réussissez à l'identifier, le responsable peut-il être sanctionné ?

M. Thierry Francq. Actuellement, on peut sanctionner la manipulation de cours par une rumeur si elle porte sur la dette. Ce n'est pas le cas si l'opération concerne les seuls CDS. Cette lacune va être corrigée par la loi de régulation bancaire et financière. Dans le cas des dettes souveraines, le marché des CDS n'est pas extrêmement important, mais cela permettra d'accroître nos pouvoirs sur d'autres types de marchés.

M. le président Henri Emmanuelli. Actuellement, vous n'avez aucune compétence sur les CDS ?

M. Thierry Francq. Nous pouvons sanctionner un délit d'initiés, mais pas une manipulation de cours.

Il faudrait apporter une correction identique au niveau européen, sans quoi des problèmes de coopération se poseront.

M. Jean-Pierre Jouyet. C'est pourquoi il importe de réviser la directive MIF, pour pouvoir collecter les données uniformément en Europe, et la directive Abus de marché, pour pouvoir sanctionner de manière cohérente et garantir la coopération !

M. le président Henri Emmanuelli. Les conclusions de vos enquêtes sont-elles rendues publiques ?

M. Jean-Pierre Jouyet. Ce point fait actuellement débat dans le cadre de la discussion du projet de loi de régulation bancaire et financière. Actuellement, la publicité peut être un élément de la sanction.

M. le président Henri Emmanuelli. Le système est donc analogue à celui d'une décision de justice, dont le juge apprécie si elle doit ou non être rendue publique.

M. Jean-Pierre Jouyet. En effet. À l'AMF, nous serions plutôt favorables à un élargissement de la publicité.

M. Thierry Francq. Le principe est aujourd'hui que la sanction n'est pas rendue publique, sauf décision contraire de la commission des sanctions. Nous souhaiterions que l'on fasse au contraire de la publicité la règle, les éventuelles exceptions devant être motivées.

S'agissant de la surveillance des marchés, je pense que la principale fraude qui risque de se développer, du fait de la fragmentation des marchés, c'est la manipulation de cours, qui s'apparente à de la spéculation frauduleuse. À la Bourse de Paris, nous avons accès à tous les carnets d'ordres, mais aujourd'hui, une partie des transactions du CAC 40 ont lieu sur une autre plateforme, Chi-X, située à Londres.

Sur cette bourse, un seul opérateur réalise en effet la moitié des transactions ; c'est un *trader* à haute fréquence. L'un des risques du *trading* à haute fréquence, c'est la manipulation des carnets d'ordres. La plupart des autres régulateurs européens ne les surveillent pas.

M. Jean-François Mancel, rapporteur. Pourquoi ?

M. Jean-Pierre Jouyet. Parce qu'ils ne veulent pas s'engager trop loin. Pour sa part, Thierry Francq se bat, au niveau européen, pour avoir accès à ces carnets d'ordres. Mais il est extrêmement difficile de remonter les réseaux internationaux ; même si la coopération

internationale est bonne, les régulateurs n'ont aucune garantie que l'enquête aboutira car il existe aujourd'hui des opérateurs isolés : en sus des institutions financières ou des *hedge funds*, interviennent des individus qui recrutent des armées de *traders* à travers le monde, qui se trouvent en Chine ou ailleurs et sont quasiment impossibles à repérer.

M. le président Henri Emmanuelli. D'autant que ces individus peuvent utiliser un ordinateur en Sibérie sans que l'on retrouve jamais l'adresse IP...

M. Jean-Pierre Jouyet. En effet.

M. Thierry Francq. On peut essayer de régler le problème en redonnant des responsabilités aux intermédiaires. Il faut savoir que la directive MIF permet à des personnes qui ne sont pas des institutions financières d'être directement membres de marchés. Avant, c'était impossible. On peut penser ce que l'on veut des institutions financières, mais du moins sont-elles agréées et ont-elles des devoirs envers nous.

Dans le cadre de notre enquête, nous demandons aux régulateurs de rechercher ces données et nous finissons par les obtenir. Mais le fait de ne pas les avoir directement nous empêche de faire de la surveillance. Pour pouvoir détecter des abus, il faut avoir les données : on ne peut pas lancer sa ligne au hasard. Ainsi, pour mener notre enquête, nous avons besoin d'un ordinateur dédié dont les capacités se comptent en téraoctets ! Sans éléments permettant de faire le tri dans les opérations afin de déceler les mouvements suspects, on ne peut espérer trouver quelque chose. Mais beaucoup de régulateurs, notamment parce qu'ils manquent d'argent, sont réticents à se lancer dans des enquêtes trop compliquées.

M. le président Henri Emmanuelli. Comme pour la douane, il faudrait instituer un prélèvement en pourcentage.

M. Jean-Pierre Jouyet. C'est précisément ce que nous avons proposé au ministère des finances.

M. Thierry Francq. La coopération européenne est bonne, mais les régulateurs ne disposent pas toujours des moyens nécessaires pour remplir correctement leur mission. L'AMF est l'un des mieux outillés. Je crains que certains régulateurs ne soient sur le point de renoncer devant l'ampleur de la tâche. De mon point de vue, une forte impulsion politique leur redonnerait de l'appétence pour affronter ces sujets, certes complexes, mais essentiels. C'est aussi l'intérêt de la finance – du moins, de la finance utile –, dans la mesure où cela permettra d'établir un climat général de confiance et de déterminer quelles sont les pratiques qui peuvent être autorisées et quelles sont celles qui, dangereuses, doivent être bridées, voire interdites. Aujourd'hui, on ne peut pas répondre précisément à cette question, faute d'avoir tous les outils nécessaires.

M. le président Henri Emmanuelli. Comment les régulateurs sont-ils financés ?

M. Jean-Pierre Jouyet. Nous sommes, comme tous les régulateurs, financés par un système de contribution de la part des professionnels, comme les sociétés de gestion, et par des prélèvements sur les opérations, telles que les émissions, les introductions en bourse ou les fusions acquisitions. S'y ajoute le produit des amendes ou de nos prestations. Il s'agit de ressources privées fondées sur des contributions parafiscales.

Le système fonctionne correctement à condition que les ressources soient pérennes. Le problème, c'est qu'un certain nombre de régulateurs, dont l'AMF, connaissent

actuellement des problèmes de financement : du fait de la crise, la fréquentation des marchés diminue, les opérations sont moins nombreuses, et nos ressources déclinent. Nous devons trouver une solution plus stable.

M. Jean-François Mancel, rapporteur. Comment se fait-il que la directive MIF ait été adoptée sans que l'on ait anticipé les risques ?

Le combat contre la technologie semble perdu d'avance... Ne faudrait-il pas vous doter de moyens supplémentaires ?

Certains considèrent que les Américains ont pris de l'avance en matière de régulation, grâce au texte qu'ils viennent d'adopter. Êtes-vous d'accord ?

Les orientations du dernier G20 et le projet de loi de régulation bancaire et financière répondent-ils à vos attentes, ou estimez-vous qu'il faudrait aller plus loin ?

S'agissant enfin des retards de la coopération européenne, constatez-vous des différences, notamment entre l'Europe continentale et les pays anglo-saxons ? Pensez-vous qu'il soit possible d'avancer rapidement sur certains points ?

M. Sébastien Huyghe. J'avais eu le plaisir de vous auditionner le 10 juin 2009 dans le cadre de la mission d'information de la commission des lois sur les défaillances de la régulation bancaire et financière. Vous aviez préconisé à cette occasion, pour les produits dérivés de crédits de la zone euro, la mise en place d'une chambre de compensation et la création d'une base de données centralisée. S'est-on engagé dans cette voie ?

Le fait que les agences de notation utilisent une même échelle de notation pour un produit financier complexe et pour un titre émis par un État n'est-il pas source de confusion ? Ces agences apparaissent comme l'alpha et l'oméga de l'information financière ; comment encourager les investisseurs à diversifier leurs sources d'information ?

M. Dominique Baert. Au cœur de la crise financière, des macro-économistes ont relevé l'inefficience des marchés et leurs difficultés à fonctionner selon les mécanismes classiques. Certains préconisent de distinguer les produits financiers adossés à des actifs ou à des biens et ceux adossés à des prix ou à des indices. Qu'en pensez-vous ?

Par ailleurs, les mesures adoptées au niveau européen pour éviter que la crise qui a touché la dette souveraine ne se répète vous semblent-elles suffisantes ?

M. Jean-Pierre Jouyet. Monsieur le rapporteur, je crois savoir que les autorités françaises ont tout fait pour mettre en garde leurs partenaires sur les conséquences de la directive MIF. On ne gagne pas tous les combats...

L'idée initiale était d'apporter davantage de concurrence et de permettre une meilleure exécution. Notre mission n'est certainement pas de défendre les monopoles boursiers ; en revanche, nous devons veiller à la bonne organisation des marchés. On a de toute évidence sous-estimé les effets conjugués des avancées technologiques, de la fragmentation et de l'opacification des marchés. Les nouveaux outils ont été utilisés par de grandes institutions financières à leur profit, il y a eu concentration des ordres et mainmise sur certains marchés, évinçant les petites et moyennes entreprises, les épargnants, les investisseurs individuels. Depuis mon arrivée à ces fonctions, j'ai été frappé de voir que de

grands dirigeants d'entreprise n'étaient plus capables de dire comment leurs titres évoluaient et pourquoi.

Nous sommes toujours considérés en Europe comme excessivement prudents et dirigistes en matière financière. En l'espèce, je crois que nous avons raison ; ce qui est arrivé est encore pire que ce que nous redoutions. C'est pourquoi il importe de réviser en profondeur la directive MIF.

Vous dites que le combat technologique est perdu d'avance, mais il dépend des autorités politiques et des régulateurs de fixer des règles. Même si certaines automobiles sont capables de faire du 260 kilomètres à l'heure, il existe un code de la route et des limitations de vitesse ! Nous pouvons décider de mettre un terme à certains excès, tout comme on tente de réguler ce qui se passe sur Internet. Certes il faut que le gendarme dispose d'outils performants, mais il est également possible d'interdire certaines pratiques. Cela relève de la décision politique ; c'est dire l'importance de votre travail et la nécessité d'aborder ces questions dans le cadre du G20.

Quant au projet de loi de régulation bancaire et financière, il apporte les principales corrections que nous souhaitions en termes de régulation nationale – nous sommes encore en discussion avec les parlementaires sur quelques points – mais il ne répond pas à toutes nos préoccupations dans la mesure où il se situe dans le cadre national.

S'agissant de la coopération européenne, sans doute les échanges d'informations sont-ils plus faciles avec certains pays sur certains sujets, mais il ne serait pas exact de dire que la coopération est meilleure avec les Allemands qu'avec les Anglais.

M. Thierry Francq. Dans le cadre de nos enquêtes, la coopération est objectivement satisfaisante, non seulement avec les pays européens, mais avec presque tous les pays du monde.

M. le président Henri Emmanuelli. Même le Luxembourg ?

M. Thierry Francq. Oui, lorsqu'il s'agit d'enquêtes visant à prouver qu'une personne a commis un manquement d'initié. Beaucoup de pays sont sensibles à ce sujet, ont besoin de notre propre coopération en la matière et, de surcroît, savent qu'il ne serait pas bon pour leur image de tolérer des pratiques qui relèvent de la fraude – *crime*, en anglais. Le degré de coopération est plus hétérogène en matière de régulation.

M. Jean-Pierre Jouyet. S'agissant de cette coopération d'ordre réglementaire, il faut – pour résumer – trouver un équilibre entre les Français, les Anglais et les Allemands. En matière d'enquêtes, la coopération internationale fonctionne bien, y compris avec les Américains – à tel point que notre activité dans ce domaine se partage à égalité entre enquêtes nationales et participation à des enquêtes internationales.

Monsieur Huyghe, un projet de directive doit être déposé dans les prochains jours par la Commission européenne. J'espère qu'il nous donnera satisfaction, tant au sujet de la chambre de compensation qu'en matière de base de données : non seulement il faut mutualiser les risques sur les ordres d'achat et de vente, mais il est nécessaire de répertorier l'ensemble des données. Il reste à déterminer où cela se fera, qui en sera le propriétaire et quelle coopération se mettra en place à l'échelon européen : la question industrielle et

opérationnelle est la plus délicate. L'Europe a du retard par rapport aux Etats-Unis dans ce domaine et doit impérativement progresser.

S'agissant des agences de notation, vous avez raison : on ne peut pas tout noter de la même façon. Le règlement européen demande de faire des différenciations et de préciser les échelles de notation. Il faudrait par ailleurs compléter les dispositions relatives au « *timing* », afin d'éviter le renouvellement de ce qui s'est passé notamment avec l'Espagne.

La diversification des sources d'information est très importante. Comme je l'ai dit, il faut se désintoxiquer. On peut se tourner vers de nouvelles agences de notation, mais il n'est pas facile d'en monter une : cela demande beaucoup de capitaux, de valeur ajoutée et de capacité d'expertise.

M. le président Henri Emmanuelli. Et il faut asseoir sa notoriété.

M. Jean-Pierre Jouyet. En effet. Il faudrait donc que les opérateurs et les autorités publiques investissent davantage dans l'analyse de risques. Dans les entreprises, les institutions publiques, les autorités de régulation, on a trop délégué ces fonctions. Il faut réapprendre à évaluer un risque en interne.

M. le président Henri Emmanuelli. Certes, mais les investisseurs ne recourent-ils pas aux agences de notation parce que cela leur coûte moins cher ?

M. Jean-Pierre Jouyet. Sans doute, l'expertise nécessitant indéniablement des compétences très spécialisées. Il reste qu'il faut non seulement surveiller et encadrer les agences de notation, mais aussi être plus responsable face à elles – et c'est pourquoi nous appelons à la « désintoxication ».

Monsieur Baert, je dois approfondir la distinction entre produits financiers adossés à des actifs et produits financiers adossés à des indices. *A priori*, le fait que le produit financier soit adossé à un actif, comme le pétrole, ou à un indice ne change rien à la spéculation ou à la manipulation ; il y en a autant dans les deux cas. Ce n'est pas un hasard si l'organisation des marchés de matières premières est à l'ordre du jour du G20.

S'agissant de l'Europe, autant j'ai été sévère concernant les retards sur la régulation et l'organisation des marchés, autant je crois, à titre personnel, que ce qui a été fait cette année sera très utile et permettra de s'organiser pour prévenir les risques systémiques – au point d'ailleurs que, sachant ce que l'Europe couvre, certaines personnes pensent pouvoir acheter des titres d'État sans aucune crainte.

Toutefois, pour ramener la confiance, rien ne remplace le retour à de bons fondamentaux en Europe : le nécessaire doit être fait en matière de finances publiques.

M. le président Henri Emmanuelli. Merci beaucoup pour cet échange. Lorsque nous aurons avancé dans nos travaux, il est fort possible que nous sollicitions à nouveau votre éclairage.

La séance est levée à 20 h 15.