



**HAL**  
open science

# Quel impact pour la limitation apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse

Laurent Ruet

► **To cite this version:**

Laurent Ruet. Quel impact pour la limitation apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse. Revue de droit bancaire et financier, 2010, 2. hal-04323483

**HAL Id: hal-04323483**

**<https://hal.parisnanterre.fr/hal-04323483>**

Submitted on 5 Dec 2023

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## ***Quel impact pour la limitation partielle apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse ?***

***La présente étude fait le point sur l'efficacité du dispositif mis en place par l'AMF à partir de septembre 2008 pour protéger certaines sociétés cotées des attaques à la baisse. Le recul fourni par une année de cotation permet de dresser un bilan élogieux de la mesure. Un parallèle intéressant est établi avec une autre valeur, qui a fait l'objet d'un traitement juridique particulier, Thomson. Enfin, l'article se termine sur les évolutions à venir dans le droit des marchés financiers et l'impact de l'évolution de la bourse sur la dette publique de la France.***

1. Lorsque, avec un temps de retard <sup>1</sup>, l'AMF avait décidé en septembre 2008 d'apporter une limitation partielle à la spéculation à la baisse <sup>2</sup> qui dévastait la bourse de Paris, un certain nombre d'« experts » s'étaient empressés, deux jours après l'entrée en vigueur de la nouvelle mesure, avec le recul approprié de deux jours pour juger une telle mesure, de proclamer que les valeurs protégées <sup>3</sup> faisaient moins bien que le Cac 40 <sup>4</sup>. Pour eux, la preuve définitive était administrée que la spéculation à la baisse n'était pas responsable de l'effondrement des valeurs cotées et qu'il était inutile de la combattre, puisque deux jours de cotation avaient suffi à établir un jugement dont la pertinence et l'intelligence sautent aux yeux de chacun.

---

<sup>1</sup> Temps de retard par rapport à la SEC et de nombreuses autorités de contrôle dans le monde. L'AMF avait prétendu, dans un premier temps, qu'il n'y avait pas de spéculation à la baisse en France, avant de se déjuger. Nous y avons vu le syndrome de Tchernobyl.

<sup>2</sup> Précisions sur le communiqué de l'Autorité des marchés financiers du 19 septembre 2008 (Ventes à découvert : Interdiction des transactions non sécurisées et transparence des positions courtes sur titres du secteur financier).

<sup>3</sup> Valeur protégée, c'est-à-dire l'une des 15 valeurs figurant dans la liste de l'AMF, et ne pouvant être l'objet de spéculation à la baisse à effet de levier sur le SRD, marché réglementé ; a contrario, toutes les autres valeurs, hors cette liste, ne sont pas des valeurs protégées, excepté le cas de Thomson, sur lequel v. infra, n° 12.

<sup>4</sup> L'AMF elle-même a cédé à ce travers, dans son rapport du 23 février 2009, p. 11, en retenant comme période temporelle de mesure de l'efficacité ou non de la limitation partielle de J - 5 à J + 5 : « Les travaux menés à ce sujet par le Service de Surveillance de l'AMF ont montré un impact assez réduit des mesures exceptionnelles prises. Une comparaison des principales variables 5 jours avant l'annonce des mesures prises par l'AMF, le 19 septembre, et 5 jours après, (une comparaison sur une durée plus longue donne encore moins de résultats, sans doute du fait que des facteurs exogènes ont pesé sur les cours par ailleurs), ne montre que peu d'écarts significatifs ». Pourquoi n'a-t-elle rien dit au moment de l'affaire Thomson (v. infra, § 12) ?

2. Avec un recul un peu plus pertinent d'un an de cotation, nous nous sommes posé la question, pour nos propres besoins, de savoir si la confrontation des cours des valeurs appartenant à la liste faisant l'objet d'une protection partielle contre la spéculation à la baisse, avec les cours des valeurs non protégées appartenant au Cac 40, révélait des différences significatives. Après avoir fait les calculs, nous avons trouvé les résultats suffisamment intéressants pour faire l'objet de la présente publication. Notre démarche sera la suivante : comparer, par des mesures statistiques, les résultats des valeurs partiellement protégées avec ceux des valeurs non protégées par l'AMF. Nous ferons ensuite état d'une valeur, Thomson, qui a bénéficié à compter d'avril 2009, d'un traitement particulier, pour terminer avec les dernières positions exprimées par l'AMF sur le sujet.
3. Avant de développer ces différents points, nous tenons à rappeler les paramètres suivants. **1/** La spéculation à la baisse consiste à gagner de l'argent lorsque la bourse baisse. Plus la baisse est importante, plus les gains sont mirifiques ; **2/** la spéculation à la baisse ne consiste pas à vendre ce que l'on a en pariant sur une baisse des cours, comme pourraient le croire les néophytes, mais à vendre x fois ce que l'on a pas, en utilisant des effets de levier ; la confusion est systématiquement entretenue entre ces deux points par la plupart de ceux qui s'expriment sur le sujet ; **3/** sur la bourse de Paris, marché réglementé, l'effet de levier maximum est de x 5 ; sur les marchés dérivés, la banque émettrice du dérivé fait ce qu'elle veut, sans aucun contrôle de l'Etat ; à l'automne 2009, la Société générale a fait de la publicité pour un produit spéculatif permettant de spéculer avec un effet de levier de x 50 ; l'effet de levier peut être de 100 pour certains dérivés, voire supérieur. Concrètement, si l'effet de levier est de 50, comme dans le cas de la Société générale, une variation de seulement 2 % du sous-jacent entraîne un gain ou une perte de... 100%, dans l'instant ; **4/** pour des raisons mathématiques et des raisons liées au fonctionnement de la bourse, toutes choses égales par ailleurs, on gagne plus d'argent en spéculant à la baisse qu'à la hausse <sup>5</sup> ; **5/** il était **strictement impossible**, jusqu'à une loi de décembre 2001, de spéculer à la baisse contre les sociétés françaises avec des put warrants, dont les effets de levier peuvent être de x 20, x30, x50, etc <sup>6</sup> ; **6/** avant cette loi, la spéculation à la baisse était marginale sur la bourse de Paris, ne représentant au maximum que 15 % des ordres ; la bourse de Paris avait

---

<sup>5</sup> Nous avons publié la démonstration dans notre livre, *La vérité sur l'effondrement de la bourse*, Mare et Martin, 2007.

<sup>6</sup> Sur cette loi, voir notre article prémonitoire, où nous annonçons l'effondrement à venir, *Commentaire du projet de loi dite murcef*, Bulletin Joly Bourse juillet 2001, p. 339.

alors une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 15 % <sup>7</sup> ; **7/** l'expression « vente à découvert », utilisée pour désigner la spéculation à la baisse portant sur le sous-jacent, et cela même par l'AMF, sans recours aux dérivés, est **fausse** ; soit le donneur d'ordre vend ce qu'il a, **sans effet de levier**, et il ne peut s'agir, à l'évidence, ni de spéculation à la baisse au sens strict, ni de vente à découvert, dite encore vad ; il **doit** livrer les titres vendus en J + 3 ; soit le donneur d'ordre vend x fois ce qu'il n'a pas, mais alors, sa position doit être en permanence couverte, en fonction de l'effet de levier. La couverture est caractérisée par le principe de permanence et d'actualité. En présence d'une position qui cesse d'être couverte, le prestataire qui tient le compte doit la liquider dès J + 1 ; en d'autres termes, les ventes dites à découvert sont en droit strictement illégales ; **8/** lorsque la loi de la bourse autorise les banques à émettre, contre l'avis des sociétés cotées, des put warrants, ce qui est le cas de la France depuis la loi de 2001, la création des put warrants fait automatiquement et nécessairement baisser le sous-jacent <sup>8</sup> ; en d'autres termes, les effets baissiers des put warrants et des ventes à effet de levier se cumulent et s'amplifient. De manière plus importante, interdire la vente à effet de levier d'actions qu'on ne possède pas ne suffit pas à juguler les attaques à la baisse ; encore faut-il rétablir l'interdiction frappant les banques d'émettre des put warrants sur les sociétés cotées, interdiction qui existait en France jusqu'en décembre 2001. Chacun de huit points précédents est un donné, irrécusable en l'état, et fait partie du droit positif.

4. La liste publiée par l'AMF en septembre 2008 visait à protéger le secteur financier, en pleine déroute suite à la faillite de Lehman Brothers. Son contenu est le suivant : « Les titres de capital et les titres donnant ou pouvant donner accès au capital, concernés par le communiqué de presse du 19 septembre 2008 relatif aux ventes à découvert sont les suivants :

- ALLIANZ
- APRIL GROUP
- AXA
- BNP PARIBAS

---

<sup>7</sup> Sur ces chiffres, v. notre livre, La vérité sur l'effondrement de la bourse, Mare et Martin, 2007.

<sup>8</sup> Pour la démonstration, v. notre livre, La vérité sur l'effondrement de la bourse, Mare et Martin, 2007. L'AMF elle-même pointe le même constat dans son rapport de février 2009, p. 23 : « Certaines études donnent à penser toutefois que l'importance de la position nette économique à la baisse sur un titre (englobant les dérivés) est corrélée positivement à l'importance des ventes à découvert du même titre (voir Report on Transparency of Short Selling, Appendix 1, p. 10, Brent et al, IOSCO, 2003) ». L'une des raisons est que la création de put warrants entraîne un flux de ventes à effet de levier sur le sous-jacent par la banque émettrice du put.

- CIC
- CNP ASSURANCES
- CRÉDIT AGRICOLE
- DEXIA
- EULER HERMES
- HSBC HOLDINGS
- NATIXIS
- NYSE EURONEXT
- PARIS RE
- SCOR

- SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ». Le raisonnement tenu par l'AMF était transparent et reposait sur le postulat suivant. La vente dite à découvert amplifie les baisses, et l'interdire revient à limiter les attaques à la baisse, donc la baisse des valeurs faisant l'objet d'une mesure de protection. Ce raisonnement postule l'impact de la spéculation à la baisse sur les cours de bourse, et donc l'impact de l'interdiction de la spéculation à la baisse sur les cours de bourse, de même que la nécessité, pour des raisons évidentes d'ordre public économique, de protéger le secteur bancaire et financier de telles attaques, destructrices à tous points de vue, sauf pour ceux qui les lancent.

5. Avec plus d'un an de recul, nous trouvons pertinent de livrer la confrontation des performances de la liste protégée avec le reste du Cac 40, car nous bénéficions, pour ainsi dire, d'une expérience en laboratoire grandeur nature, sur le terrain. Nous avons fait nos calculs à partir des cours de clôture du vendredi 18 décembre 2009, journée dite des quatre sorcières par les spéculateurs, en raison de l'arrivée à expiration des contrats d'options. Nous rappellerons que l'année fiscale boursière 2009 a expiré le lundi 28 décembre 2009, et non le 31 décembre, et que du 18 au 28 décembre 2009, le Cac 40 a progressé, pour atteindre une hausse annuelle de 22 % au 31 décembre 2009. Les résultats sont les suivants.
6. 80 % des valeurs protégées appartenant au CAC 40 ont surperformé le cac ; leur rendement moyen non pondéré <sup>9</sup> a été 47,94 %, contre 17,91 % pour le cac le 18 décembre 2009. La comparaison avec le seul indice sectoriel (matériaux de base) faisant mieux que les valeurs protégées, soit 49,86 %, ne nous semble pas pertinente, car cet indice est composé de

---

<sup>9</sup> Moyenne non pondérée, c'est-à-dire la moyenne arithmétique des données appartenant à l'ensemble, indépendamment de leur importance dans l'ensemble.

nombreuses valeurs étrangères, dont chinoises, avec des PER <sup>10</sup> de près de 100.

7. Le rendement moyen non pondéré des valeurs du cac non protégées ayant surperformé a été de 50,26 % ; le rendement moyen non pondéré de toutes les valeurs protégées ayant surperformé le cac a été de 62,75 %.
8. Le cac 40 faisait, au 18 décembre 2009, 17,91 % en rendement moyen pondéré ; la liste de valeurs protégées, 31,33 % en rendement moyen pondéré <sup>11</sup>, soit près du double.
9. Il importe de souligner que la composition du Cac 40 a été modifiée le 7 septembre 2009, en raison du remplacement d'Air France par Technip. Si l'on refait les calculs en remplaçant Air France à la place de Technip dans la liste du Cac, on obtient l'impact suivant du remplacement de Technip (122,05 % de hausse au 18 décembre) par Air France (18,76 % de hausse au 18 décembre) : le rendement moyen non pondéré des valeurs du cac non protégées ayant surperformé, est ramené de 50,26 % à 44,82%. A la date de l'entrée de Technip dans le cac 40, cette valeur était déjà en hausse de plus de 100 %. On notera ainsi qu'Euronext-Nyse a bien pris soin de remplacer une valeur décevante par la valeur qui a fini en tête des progressions, ce qui a évidemment contribué à la performance annuelle globale du Cac 40.
10. Si l'on s'intéresse aux valeurs protégées ayant eu un rendement négatif, on en trouve une seule sur 15, soit seulement 6,66 % du panel. En revanche, 14 sur 15 soit 93,33 % présentaient un rendement positif. Pour les valeurs non protégées appartenant au Cac 40, on trouve les mesures suivantes : 20 % (7 sur 35) ont eu un rendement négatif, et 80 % (28 sur 35), un rendement positif.

	Rendement négatif	Rendement positif
--	-------------------	-------------------

<sup>10</sup> P.E.R., soit price earning ratio, soit encore PER = bénéfices/cours de l'action ; Sanofi-Aventis, qui a un per de 8, se paye donc seulement 8 fois les bénéfices, ce qui signifie que seulement 8 années de bénéfices permettent d'acheter la totalité du groupe ; à comparer avec la durée d'endettement des résidents français pour acheter un appartement, 30 ans, voire 40 ans, et avec les sociétés chinoises, qui se payent avec des per de 100.

<sup>11</sup> La moyenne pondérée est calculée en tenant compte de la pondération, ou importance, de chaque élément appartenant à l'ensemble. L'équation est la suivante :  $x = \frac{\sum W(i)X(i)}{\sum W(i)}$ , où  $x(i)$  correspond à l'élément  $i$ , et  $w(i)$  correspond à la pondération de l'élément  $i$ .

Valeurs protégées	6,66 %	93,33 %
Valeurs non protégées	20 %	80 %

11. Il est également intéressant de confronter les pourcentages des valeurs protégées ayant surperformé le Cac 40 avec ceux des valeurs non protégées. On trouve le tableau suivant.

	Sous-performance	Surperformance
Valeurs protégées	40 %	60 %
Valeurs non protégées	45,71 %	54,29 %

12. Le cas Thomson mérite d'être mentionné et traité à part. Pendant des années, les experts, l'AMF compris, ont prétendu qu'on ne pouvait rien faire contre la spéculation à la baisse, qu'il était impossible d'empêcher les ventes dites à découvert, que ces ventes n'étaient en rien responsables de l'évolution des cours de bourse, et que le marché a toujours raison. Le cas d'école Thomson apporte un démenti cinglant à de tels arguments d'autorité. Qu'on en juge. Début mars 2009, le groupe Thomson est au bord de la faillite, le cours de bourse s'est effondré, passant de 1,5 euro début 2009 à 0,38 euro par action. Il se trouve que le principal actionnaire, Société Générale (avec 9,08 % du capital), a tout à perdre dans la faillite du groupe. On apprend alors, début mars, en pleine déroute boursière du titre, que Boursorama, filiale de Société Générale, et principal prestataire en ligne par internet pour les ordres de bourse en France, va interdire, du jour au lendemain, toute spéculation à la baisse à effet de levier via les ventes dites à découvert, sur Thomson, sans que l'AMF fasse quoique ce soit. Toute personne compétente sait pertinemment que ce genre de mesure est parfaitement possible, grâce à l'informatique. L'effet de la mesure a été immédiat. Le plus fort rebond à compter de l'annonce de la protection a représenté une hausse de ... 272,894 % (de 0,380 euro à 1,417 euro). En dépit de la procédure de sauvegarde lancée par le groupe Thomson à l'automne 2009 <sup>12</sup>, le rebond acquis en fin d'année (au 18 décembre 2009) était encore de + 136,842 % (de 0,380 euro à 0,90 euro). Nous nous étonnons encore devant ce formidable tour de passe-passe juridique, aux effets économiques et financiers flagrants, sans que l'AMF ait manifesté la moindre réaction <sup>13</sup>. Cette mesure toute simple, qui ne coûte strictement rien, a permis d'« organiser » le rebond du titre <sup>14</sup>, afin de sauver le groupe d'une faillite cuisante, et d'amener les principaux

<sup>12</sup> Trib. de com. 30 nov. 2009, D. 2009, p. 2929 obs. A. Lienhard.

<sup>13</sup> Nous n'avons relevé aucune réaction de la part de l'AMF, et nous avons vérifié en ayant recours à son propre moteur de recherche.

créanciers à accepter un plan de sauvetage dans de bonnes conditions, du moins les meilleures possibles. Cela a permis également de sauver des milliers d'emplois. Chacun appréciera.

13. Les gens de bonne foi ne pourront pas ne pas percevoir les différences très nettes d'évolution des cours qui existent entre les valeurs protégées et les autres. Personnellement, nous y voyons une corrélation causale <sup>15</sup> au sens de l'analyse factorielle. L'AMF elle-même a été obligée de reconnaître, dans son rapport du 23 février 2009, p. 11, qu'en seulement 5 jours, on avait constaté ceci : « les effets statistiquement observables mais peu marqués portent sur :

- la variation des cours, marquée par une baisse un peu plus faible après les mesures qu'avant ;
- le volume d'échanges et le nombre de transactions, qui se réduit après les mesures ;
- la volatilité des valeurs financières reste inchangée, alors que la volatilité des autres valeurs du CAC 40 s'accroît sur la période » (souligné par nous). L'AMF cherche en fait à minimiser l'efficacité de sa mesure, et on en comprend aisément la raison ! Que n'a-t-on agi avant ! De surcroît, une limitation apportée à la spéculation à la baisse va surtout affecter la baisse, pas la hausse. Et retenir comme période de mesure seulement 5 jours ne permet pas de constater des écarts très importants. Chacun appréciera la pertinence du raisonnement de l'AMF.

14. L'AMF dresse par ailleurs le constat suivant de l'efficacité de sa mesure, p. 10 & 11 du rapport : « Il paraît incontestable que les mesures prises ont freiné la disposition des prêteurs potentiels à prêter les titres visés. Selon des témoignages reçus, certains institutionnels, prêteurs potentiels, ont même décidé de ne plus prêter, parce qu'ils considéraient qu'ils ne pouvaient avoir de certitude sur l'usage des titres qu'ils auraient pu mettre à la disposition d'emprunteurs. N'ayant pas de certitude, ils se refusaient à courir le risque juridique et d'image d'être l'objet de critiques de l'Autorité leur reprochant de ne pas avoir suivi sa demande de ne pas alimenter la constitution de prises de positions courtes. Comme les prises de positions courtes, qu'elles passent par les ventes à découvert ou par les instruments financiers à terme, nécessitent la mise à disposition de titres prêtés, on peut raisonnablement en conclure que le régime exceptionnel

---

<sup>14</sup> C'est un fait évident. Non seulement il n'était plus possible de vendre « à découvert » le titre, mais encore, ceux qui le shortaient ont été obligés de dénouer dans l'urgence leurs positions, en rachetant ce qu'ils vendaient sans l'avoir, afin d'échapper à leur propre ruine.

<sup>15</sup> En analyse factorielle, l'expression corrélation causale n'a rien d'un pléonasme.



mis en place a été dans une large mesure dissuasif vis-à-vis de la spéculation à la baisse ». L'AMF poursuit, page 11 du rapport, en insistant sur le point suivant : « L'observation consistant à mettre l'accent sur le fait que le régime exceptionnel n'a pas empêché la baisse des valeurs, voire souvent une baisse très marquée des valeurs et serait donc inefficace, n'est pas pertinente. Car le régime exceptionnel ne visait pas à empêcher d'une manière générale la baisse, ce qui est évidemment hors de sa portée. Il visait plutôt, de façon plus étroite, à limiter le seul facteur de baisse résultant des ventes à découvert ».

15. Et qu'on ne vienne pas me faire le coup du secteur protégé, à savoir les banques. Car, précisément, ce secteur était en pleine déroute au moment où la mesure a été adoptée, et l'évolution à venir du mode de calcul du ratio Cooke a fortement pesé sur l'évolution des cours des banques françaises en 2009.
16. Sur CASA (Crédit Agricole), nous reproduisons ici plusieurs dépêches à destination des lecteurs qui ignoreraient le problème : « Actuellement, Crédit Agricole SA déduit 50% de la valeur de la mise en équivalence des CCI [certificats coopératifs d'investissement] de son capital Tier one et 50% de son capital Tier two. Si CASA devait déduire 100% de ce montant de son tier one, l'impact sur le ratio serait proche de 200 pb environ », expliquent de leur côté les analystes de Natixis » (dépêche Trading sat du 18/12/2009).
17. Et le 15/12/2009 : Tradingsat.com - « La perspective de la note de la banque grecque Emporiki, filiale du Crédit Agricole, a été abaissée hier à de « stable » à « négative » par Standard & Poor's. « La perspective négative reflète la possibilité d'une dégradation si les pertes opérationnelles sont plus importantes ou persistent plus longtemps que prévu », explique l'agence. Dans le même temps, S&P a confirmé les notes de contrepartie long terme « BBB » et court terme « A-2 » de la banque, avant de suspendre la notation à la demande d'Emporiki ».
18. Et le 21/12/2009 : « Pourquoi le Crédit Agricole s'est-il retrouvé en fin de semaine dernière en première ligne des inquiétudes sur l'impact de la mise en place prévue de critères plus sévères de solidité financière ? Parce que « les nouvelles contraintes, telles qu'elles apparaissent dans le document du comité de Bâle, réduiraient quasiment à néant l'intégralité des fonds propres Core, qui étaient de 29,1 milliards d'euros fin septembre », répond lundi un analyste parisien ».

19. Pire, « sur une base statique (au 30/90/09), les fonds propres *Core* de CA SA seraient fortement négatifs, de 6,1 milliards d'euros ! On comprend mieux pourquoi le Comité de Bâle, qui travaille à l'élaboration de nouvelles normes internationales en matière de fonds propres et de liquidité, a jeté un froid vendredi en dévoilant ses pistes de réflexion au contenu particulièrement strict et potentiellement pénalisant pour certains établissements bancaires, notamment français. Dans le cas souvent cité ces derniers jours du Crédit Agricole, le scénario évoqué par le Comité de Bâle conduirait en effet à déduire des fonds propres fonds propres « noyau dur » (*core*) l'intégralité de la mise en équivalence des CCI [certificats coopératifs d'investissement] de son capital *Tier 1*, des filiales d'assurance et de toute participation dans des sociétés financières en général. De même, l'avance d'actionnaires, qui doit être transformée en actions de préférence, ne sera plus admise dans les fonds propres *Core*. Un espoir cependant, alors que ces nouvelles règles ne devraient s'appliquer qu'à partir de 2012, la Commission bancaire viendra probablement plaider la cause du modèle français des banques mutualistes auprès du Comité de Bâle, afin d'influencer ses conclusions définitives ».
20. Au stade où nous sommes arrivés, nous pouvons à présent dégager les premières conclusions suivantes. 1/ La bourse est gouvernée, du point de vue de ses règles, par la Loi du lieu de cotation, et non je ne sais quel sabir international fondé sur la « gouvernance » ou encore la « régulation ». 2/ Il est parfaitement possible de mettre en place, du jour au lendemain, des mesures de protection partielle contre les attaques à la baisse au bénéfice des sociétés françaises. 3/ L'analyse statistique d'un an de cotation permet d'établir l'existence d'une corrélation causale, au sens de l'analyse factorielle, entre l'instauration de la mesure de protection et l'évolution ultérieure des cours de bourse des valeurs protégées. L'AMF elle-même a été obligée de reconnaître dans son rapport l'efficacité de la mesure (v. supra, § 14).
21. Le dernier développement de ces quelques lignes est celui de l'avenir qui nous attend. Le cœur du système économique est la bourse, que cela plaise ou non. Cela fait à présent 10 années que la bourse de Paris est en baisse, avec une perte historique de près de 44 % entre septembre 2000 et le 31 décembre 2009. La France est un pays qui a vu sa dette publique littéralement exploser à compter de l'effondrement de sa bourse, soit un quasi doublement de 800 milliards d'euros fin des années 1990 à plus de 1 500 milliards d'euros au 31 décembre 2009. Sur la même période, les sociétés du Cac 40 ont réalisé un bénéfice net après impôts cumulé de 605 milliards d'euros (v. infra § 23). A la prochaine vague, plus aucun plan d'aide publique crédible et tenable ne sera possible. En une seule année,

l'année 2009, le montant des plans de relance publiques a représenté 100 fois, oui, 100 fois le montant, en euros constants, du Plan Marshall, qui avait permis la reconstruction de l'Europe occidentale, sur plusieurs années, au lendemain de la Seconde Guerre Mondiale.

22. La décennie qui a pris fin a été bien pire pour les marchés financiers que la décennie qui a suivi le krach de 1929. Ainsi, selon une dépêche Reuters, « par Ellis Mnyandu le 24/12/2009 NEW YORK (Reuters) - ... la décennie qui est le point de s'achever s'annonce comme la pire pour les investisseurs américains. L'indice de référence des gérants de fonds, le Standard & Poor's 500, est en baisse, y compris en comptant le réinvestissement des dividendes, d'environ 10% sur les dix dernières années, ce qui sera pour Wall Street sa première décennie négative. Même après le krach boursier d'octobre 1929, la décennie de la Grande Dépression des années 1930 s'est au final soldée par un retour sur investissement positif, les dividendes permettant des compenser les mouvements erratiques des actions cotées en Bourse. ... la fin de la décennie a été marquée par la plus longue récession aux Etats-Unis - de décembre 2007 jusqu'au deuxième trimestre 2009 inclus - depuis la Grande Dépression. "C'est l'horreur", commente Howard Silverblatt, analyste indices chez Standard & Poor's, à New York. "Le fait est que cette décennie n'est pas bonne pour les investisseurs. C'est une décennie perdue à un certain degré." Hors dividendes, le S&P 500 accuse une baisse de près de 25% sur la décennie 2000-2009, alors que les dix années précédentes avaient été marquées par un bond de plus de 300% (Version française Danielle Rouquié et Benoît Van Overstraeten, édité par Dominique Rodriguez)». Et que dire alors de la bourse française.

	1990-1999	2000-2009
SP 500 (New York)	+ 300 %	- 25 %
Cac 40	+ 200 %	- 44 %

23. Nier le lien entre l'effondrement des marchés financiers et l'explosion des dettes publiques <sup>16</sup> est faire preuve d'aveuglement idéologique. Et nier le

<sup>16</sup> La preuve du lien est facile à rapporter, elle est de nature mathématique. Deux exemples chiffrés vont le montrer en partant d'une hypothèse de croissance décennale de 200 % (cas de la France de 1990 à 1999), et d'une croissance décennale de 300 % (cas des USA de 1990 à 1999). Soit une capitalisation boursière de mille milliards d'euros (celle du Cac 40 était de l'ordre de 600 milliards d'euros en mars 2009, pour l'indice cac 40 à 2400 points). Les plus-values boursières sont imposées à 30,2 % (18 % pour le budget de l'Etat, 12,2 % pour celui de la Sécurité sociale). Pour une hausse décennale de 200 %, les rentrées fiscales théoriques sont de 604 milliards d'euros (30,2 % prélevés

lien entre l'effondrement de la bourse et les réformes juridiques qui ont caractérisé la décennie 2000 équivaut à un déni de réalité. Comment expliquer autrement que l'explosion des bénéfices des sociétés françaises du cac 40 entre 2000 et 2009 ait débouché sur une telle ruine ?

<b>ANNÉES</b>	<b>Bénéfices nets après impôts (en milliards d'euros)</b>	<b>Niveau du Cac 40 en septembre</b>	<b>Ratio Cac 40 sur bénéfices</b>
<b>1998</b>	22	3400	155
<b>1999</b>	27	4400	163
<b>2000</b>	40	<b>7000</b>	<b>175</b>
<b>2001</b>	27	4200	156
<b>2002</b>	26	3000	115
<b>2003</b>	30	3200	106
<b>2004</b>	57	3600	63
<b>2005</b>	87	4400	50
<b>2006</b>	92	5070	55
<b>2007</b>	100	5400	54
<b>2008</b>	75	4480	60
<b>2009</b>	71	<b>3670</b>	<b>52</b>
<b>Total sur 10 ans</b>	<b>+ 605 milliards d'euros</b>	<b>- 52 %</b>	<b>- 70 %</b>

---

sur la hausse de 200 % pour une capitalisation initiale de 1000 milliards, soit 30,2 % x 2000 milliards = 604 milliards de recettes fiscales). Pour une hausse décennale de 300 %, les rentrées fiscales théoriques sont de 906 milliards d'euros (30,2 % prélevés sur la hausse de 300 % pour une capitalisation initiale de 1000 milliards, soit 30,2 % x 3000 milliards = 906 milliards de recettes fiscales). A. Greenspan révèle dans ses mémoires (Le temps des turbulences, Lattès, 2007, p. 300 s.) que l'apparition de l'excédent budgétaire américain était directement dû à la progression de la bourse, et qu'il avait fallu de nombreux mois au gouvernement américain pour comprendre la cause de l'inversion de tendance. Depuis 10 ans, la bourse française est en baisse moyenne de 50 %. Pour compenser une baisse de 50 %, il faut une hausse de 100 %, ce qui signifie qu'une hausse de 100 % de la bourse sera neutre du point de vue des rentrées fiscales, la hausse ne faisant qu'effacer les pertes moyennes. Les pertes sur des valeurs de premier plan du Cac 40 sont supérieures à 70 % depuis 10 ans (Alcatel-Lucent, Axa, Alstom, Carrefour, Cap Gemini, France Télécom, Peugeot, PPR, Renault, Société Générale, Vivendi, etc), en dépit des bénéfices extrêmement élevés. Ce n'est pas demain la veille que les investisseurs payeront des impôts sur leurs investissements, d'autant que les pertes réalisées peuvent être reportées pendant 10 ans. Ainsi, les pertes très élevées de rentrées fiscales sont à mettre en relation avec l'envolée de la dette publique, et il faudra plusieurs générations pour réparer les dégâts causés, qui sont malheureusement devenus colossaux au fil du temps.

24. Oui la décennie qui a pris fin s'est caractérisée par la faveur faite envers la spéculation à la baisse, notamment via la promotion des put warrants, qui financent l'AMF, et la destruction de la conception de la bourse à la française, reposant sur les concepts de marché centralisé, d'égalité devant le prix, d'intermédiation et de concentration. Avec une décennie de retard, la Commission de Bruxelles commence seulement à prendre conscience de ce qu'elle a fait. Sont annoncées une réécriture de la Directive MIF du 21 avril 2004 sur le fonctionnement des marchés financiers (l'AMF a annoncé la mise en place d'un groupe de travail à ce sujet), une remise en cause de l'utilisation débridée des produits dérivés, qui permettent de manipuler les cours des sous-jacents (v. D. 2009, p. 2542), une réflexion à l'échelle européenne sur l'avenir des limitations apportées à la spéculation à la baisse. La mesure que l'AMF avait prise en septembre 2008, avec un temps de retard, a été reconduite fin décembre 2008, puis à nouveau en juillet 2009, à l'occasion d'une déclaration de l'AMF le 24 juillet. Un groupe « de travail », animé par deux membres du collège, avait été constitué par l'AMF, qui a rendu un rapport de 65 pages annexes incluses le 23 février 2009. Les conclusions du rapport n'ont pas entraîné la remise en cause des mesures adoptées en septembre 2008.
25. L'AMF pointe dans son rapport l'importance et l'effet des put warrants dans la spéculation à la baisse <sup>17</sup>. Mais l'AMF aurait-elle oublié que de tels produits dérivés sur actions cotées à Paris étaient strictement interdits en France jusqu'en décembre 2001 ? Ou son jeune âge (elle a été créé en 2003 avec la personnalité morale) l'empêcherait-elle de connaître le droit positif antérieur à 2003 ? Nous trouvons bien peu pertinente la position de l'AMF qui se retranche derrière l'existence des put warrants sur actions pour justifier son immobilisme face à la spéculation à la baisse, comme si on ne pouvait rien faire, alors que de tels produits de destruction massive n'existent en France que depuis 2002. Et que penser de son attitude quand on sait que les put warrants et la spéculation à la baisse en général la finance <sup>18</sup> ?

---

<sup>17</sup> Page 13 du rapport : « Si la vente à découvert devait être proscrite, plusieurs techniques de marché, reposant notamment sur l'usage des produits dérivés, permettraient néanmoins à l'investisseur anticipant la baisse du cours d'une valeur déterminée, d'atteindre son objectif sans vendre directement à découvert la valeur en cause. Ainsi, pour prendre une illustration très simple, l'achat d'un put permet à l'acheteur de spéculer à la baisse du titre sous-jacent de la même manière qu'il le ferait en vendant ledit titre à découvert ».

<sup>18</sup> L'AMF a fini elle aussi par être atteinte par la crise, conséquence du flux de spéculation à la baisse et de destruction. Qu'on en juge : Reuters le 11/09/2009 à 21:09 : « PARIS (Reuters) - **L'AMF confirme que son exercice sera déficitaire en 2009** : L'Autorité des Marchés financiers (AMF) confirme que son exercice 2009 sera déficitaire, compte tenu d'une baisse attendue de 25 à 30% de ses recettes, conséquence

26. En conclusion, en dépit d'effets d'annonce servis à satiété dans les médias, aucune des causes du cataclysme financier n'a été sérieusement traitée. Une décennie a définitivement été perdue et condamnée. Les travaux de recherche que nous avons publiés <sup>19</sup> depuis 1999 pour montrer que les choix politiques et juridiques effectués nous menaient droit à la ruine n'ont servi strictement à rien. La spéculation à la baisse, les produits dérivés, la titrisation, avec leurs effets de levier colossaux, les plates-formes privées dues à la MIF de 2004, qui viennent complètement fausser le processus de formation du prix et rendent plus difficiles la lutte contre la spéculation à la baisse (v. le rapport précité de l'AMF, p. 17), les contracts for difference (CFD), l'internalisation des ordres au mépris de l'interdiction de la contrepartie, continuent de prospérer en toute impunité. Les milliers de milliards de dollars d'argent public injectés en une seule année dans les marchés (merci les contribuables) n'ont rien changé à ce constat. Le retour au réel en sera d'autant plus violent.

**Laurent Ruet**

Agrégé des facultés de droit

Professeur à l'Université Paris X

Directeur du Master 2 professionnel Contentieux des affaires

---

de la crise financière.

"L'exercice 2009 est bien prévu en déficit", a déclaré une porte-parole de l'autorité française de régulation des marchés. "Vu le contexte des marchés c'est normal puisque notre budget est assis sur les opérations financières."

"On attend une baisse des recettes de 25% à 30% cette année, mais pour les pertes, on ne peut pas encore avancer de chiffre exact", a-t-elle précisé, rappelant que la Bourse de Paris avait nettement rebondi depuis son plus bas du 9 mars et confirmant que des mesures d'économies étaient actuellement mises en place.

L'AMF avait dégagé un excédent de deux millions en 2008 et dispose de 86 millions d'euros de réserves, a-t-elle rappelé.

L'AMF réagissait à un article publié sur le site internet de l'hebdomadaire Investir, selon lequel l'AMF prévoit de perdre environ 20 millions d'euros au cours de l'exercice 2009.

"Selon nos informations, l'Autorité des Marchés financiers prévoit de perdre peu ou prou 20 millions d'euros sur l'exercice 2009. Une perte sans précédent dans l'histoire de la régulation boursière française", annonce l'hebdomadaire sur son site.

Selon Investir.fr, Thierry Francq, secrétaire général de l'AMF, serait en discussions avec le ministère de l'Economie pour obtenir des moyens financiers supplémentaires.

Juliette Rouillon, édité par Benoît Van Overstraeten ».

<sup>19</sup> Dans le Dictionnaire Joly Bourse, le Dalloz, le Bulletin Joly bourse, Les Petites Affiches, chaque année, puis dans un livre écrit en 2003 et publié seulement en 2007.