

FR

FR

FR



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 15.9.2010
SEC(2010) 1056

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

Document accompagnant la

Proposition de

RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL

**SUR LA VENTE À DÉCOUVERT ET CERTAINS ASPECTS DES CONTRATS
D'ÉCHANGE SUR RISQUE DE CRÉDIT**

{COM(2010) 482 final}
{SEC(2010) 1055}

1. DEFINITION DU PROBLEME

Au plus fort de la crise financière, à l'automne 2008, les autorités compétentes des États-Unis et de plusieurs États membres de l'UE ont adopté des mesures exceptionnelles pour restreindre ou interdire la vente à découvert de certaines actions ou de l'ensemble d'entre elles. En effet, ces autorités craignaient que dans ce contexte de grande instabilité financière, la vente à découvert aggrave la spirale à la baisse du prix des actions, notamment celles des établissements financiers, au point de pouvoir menacer leur viabilité et d'engendrer des risques systémiques. Les mesures adoptées par les États membres divergeaient, étant donné que l'Union européenne n'a pas de cadre législatif consacré à la vente à découvert.

En mars 2010, certains gouvernements ont exprimé leur préoccupation quant à l'influence possible des transactions sur instruments dérivés, et notamment des contrats d'échange sur risque de crédit (*credit default swaps*, CDS), sur le prix des obligations souveraines grecques. Plusieurs États membres ont adopté au niveau national des restrictions temporaires ou permanentes concernant la vente à découvert et les contrats d'échange sur risque de crédit.

La vente à découvert est la vente d'une valeur mobilière par un vendeur qui ne la possède pas, mais qui a l'intention de racheter ultérieurement une valeur identique pour pouvoir la livrer. Il existe deux types de vente à découvert: la vente à découvert «couverte», avant laquelle le vendeur a pris des dispositions pour emprunter la valeur mobilière, et la vente à découvert «à nu», au moment de laquelle le vendeur n'a pas emprunté la valeur mobilière. Une position courte nette peut être constituée non seulement par la vente à découvert sur les marchés au comptant, mais aussi au moyen d'instruments dérivés, qu'ils soient négociés en bourse ou de gré à gré.

Un contrat d'échange sur risque de crédit est un instrument financier dérivé qui constitue une sorte d'assurance contre le risque de défaillance d'une société ou d'un État. En échange d'une prime annuelle, l'acheteur d'un contrat d'échange sur risque de crédit est protégé par le vendeur de ce contrat contre le risque de défaillance d'une entité de référence donnée. En cas de défaillance de l'entité de référence, le vendeur de la protection indemnise l'acheteur de la valeur nominale de l'instrument en échange de la livraison physique de l'instrument de référence; toutefois le règlement peut aussi se faire en espèces.

1.1. Risque de spirale à la baisse des prix

La vente à découvert peut améliorer l'efficacité du processus de formation des prix en empêchant que les prix des valeurs mobilières ne reflètent que l'avis des investisseurs les plus optimistes. Toutefois, notamment sur des marchés orientés à la baisse où il existe un manque de confiance entre les opérateurs financiers, il y a un risque que la vente à découvert ne crée l'impression que l'offre sur le marché est plus importante qu'en réalité, ce qui inciterait d'autres personnes à vendre (attitude suiviste). Cela peut entraîner une pression à la baisse excessive sur le prix des valeurs mobilières. Le risque qu'une spirale à la baisse des prix ne se forme justement parce que les participants au marché craignent un tel phénomène est la principale inquiétude des autorités de régulation en ce qui concerne la vente à découvert. En

effet, une telle spirale peut perturber les marchés, voire engendrer des risques systémiques.

Outre la vente à découvert sur les marchés au comptant, un autre moyen de constituer une position économique courte est le recours à des transactions sur des instruments dérivés, tels que les CDS. Acheter un CDS sans détenir un intérêt sous-jacent qu'on cherche à assurer («CDS à nu») équivaut, du point de vue économique, à vendre une obligation à découvert, puisque l'acheteur retire un avantage de la hausse du prix du CDS. Plusieurs autorités de régulation et gouvernements européens ont exprimé leur inquiétude concernant les CDS et leur interaction avec les marchés d'obligations: ils craignent une mauvaise évaluation des prix sur ces marchés, donc une hausse des coûts de financement pour les gouvernements.

1.2. Risque de défaut de règlement associé à la vente à découvert à nu

Le risque que le vendeur ne livre pas les actions à l'acheteur à la date de règlement, ainsi que le risque de volatilité accrue des prix, sont, selon certaines autorités de régulation, les principaux risques liés à la vente à découvert à nu. Les données relatives au défaut de règlement sont très limitées, mais semblent indiquer que celui-ci est rare en Europe. La majorité des autorités de régulation déclarent soit avoir peu d'expérience de la vente à découvert à nu ou des problèmes de règlement qui y sont liés, soit que les risques sont limités et peuvent être réduits grâce à la discipline en matière de règlement. Cependant, certaines autorités de régulation perçoivent effectivement un risque de défaut de règlement et un risque accru de volatilité des prix associés à la vente à découvert à nu, auquel il conviendrait de remédier. Ces autorités craignent que dans des cas extrêmes, la vente à découvert à nu n'impose une pression très forte sur le prix des actions, ce qui peut mettre en péril la stabilité du système financier. En effet, la vente à découvert à nu permet en principe au vendeur de vendre un nombre illimité d'actions dans un délai très court, puisqu'il n'est pas contraint d'emprunter ou de localiser les actions au préalable.

1.3. Déficit de transparence

Dans la plupart des États membres de l'UE, il n'existe actuellement pas d'obligations de publicité concernant la vente à découvert ou les transactions portant sur des CDS; les États membres n'ont donc pas d'accès direct aux données relatives aux positions courtes détenues sur leur territoire. Cependant, à la suite de la crise financière, certains États membres ont introduit différentes obligations de publicité concernant la vente à découvert. L'absence de transparence inquiète les autorités de régulation, car celles-ci ne peuvent que difficilement détecter les prises de positions qui pourraient avoir des implications sur la stabilité des marchés. La déclaration de ces positions aux autorités de régulation pourrait aider ces dernières à déceler le risque et à prévenir les stratégies agressives susceptibles de perturber les marchés.

Il existe aussi un risque d'asymétrie d'information entre les vendeurs à découvert informés et les autres participants au marché, moins informés. La publicité à l'intention du marché permet aux autres participants de disposer d'informations quant aux fluctuations des prix attendues par les vendeurs à découvert, ce qui pourrait améliorer l'efficacité du processus de formation des prix. La transparence envers le marché garantirait aussi que tous les investisseurs disposent de davantage

d'informations quant à l'opinion des autres investisseurs sur une valeur mobilière donnée.

Certaines autorités de régulation craignent aussi que des spéculateurs n'entraînent le prix d'obligations d'État à la baisse au moyen de contrats d'échange sur risque de crédit. La raison de l'inquiétude de ces autorités est qu'en l'absence d'informations sur les transactions relatives aux obligations souveraines et aux produits dérivés qui y sont liés, il leur est plus difficile de détecter la constitution de positions qui pourraient provoquer une instabilité financière ou constituer un abus de marché.

1.4. Arbitrage réglementaire et coûts accrus de mise en conformité

L'hétérogénéité des réponses apportées par les États membres aux questions liées à la vente à découvert laisse subsister des possibilités d'arbitrage réglementaire: les investisseurs pourraient chercher à contourner des restrictions imposées sur un territoire donné en effectuant leurs transactions ailleurs. Cette fragmentation de la réglementation pourrait aussi accroître les coûts de mise en conformité pour les participants au marché, notamment pour ceux qui sont actifs sur plus d'un marché, qui devraient mettre en place plusieurs systèmes afin de se conformer aux exigences des différents États membres.

2. SCENARIO DE BASE ET SUBSIDIARITE

Si aucune action n'est entreprise au niveau de l'UE, les problèmes décrits ci-dessus ne trouveront probablement pas de réponse coordonnée et se reproduiront sans doute à l'avenir. La Commission européenne estime que les solutions qu'elle proposera respectent le principe de subsidiarité. Premièrement, en effet, en l'absence d'action au niveau de l'UE, les mesures nationales concernant la vente à découvert et les contrats d'échange sur risque de crédit risquent d'être contournées ou d'être inefficaces. Deuxièmement, des mesures non coordonnées sont plus coûteuses pour les participants au marché. Enfin, certains aspects de cette problématique sont déjà couverts en partie par l'acquis, notamment: la directive sur les abus de marché, la directive sur la transparence et la directive concernant les marchés d'instruments financiers. Les instruments juridiques existants et la proposition sur la vente à découvert devraient donc se compléter mutuellement.

3. OBJECTIFS

Vu les risques et les problèmes exposés ci-dessus, les objectifs généraux de la proposition législative relative à la vente à découvert sont de réduire les risques qui pèsent sur la stabilité financière, les risques systémiques et les risques qui pèsent sur l'intégrité des marchés qui découlent de la vente à découvert et de prévenir la fragmentation du marché, améliorant ainsi le fonctionnement du marché intérieur..

Pour atteindre ces objectifs généraux, les objectifs spécifiques suivants doivent être réalisés:

- (1) réduire les risques de spirale à la baisse des prix qui découlent des positions courtes (y compris les positions constituées au moyen de CDS);

- (2) accroître la transparence des positions courtes (y compris les positions constituées au moyen de CDS);
- (3) réduire le risque de règlement lié à la vente à découvert «à nu»; et
- (4) restreindre les possibilités d'arbitrage réglementaire et réduire les coûts de mise en conformité.

4. OPTIONS ENVISAGEES

Les options sont regroupées en fonction des objectifs opérationnels qui découlent des objectifs spécifiques susmentionnés.

4.1. Options envisagées pour garantir que les autorités de régulation disposent de compétences claires leur permettant de restreindre ou d'interdire la vente à découvert ou les CDS sur les marchés fortement orientés à la baisse

- (1) Option 1 – N'entreprendre aucune action au niveau de l'UE.
- (2) Option 2 – Donner aux autorités nationales compétentes le pouvoir de restreindre temporairement la vente à découvert d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché organisé et dont le prix a baissé dans une mesure donnée, par exemple de 10 % («coupe-circuit»).
- (3) Option 3 – Introduire une règle qui interdit la vente à découvert d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché organisé sauf si cette vente se fait à un prix supérieur au dernier cours de l'instrument, ou au dernier cours si celui-ci était supérieur au cours de la transaction précédente («règle de l'uptick»).
- (4) Option 4 – Interdire les «CDS à nu» (c'est-à-dire le fait de conclure un contrat d'échange sur risque de crédit en l'absence d'intérêt sous-jacent à assurer). Compatible avec les options 2 et 3.
- (5) Option 5 – Donner aux autorités nationales compétentes le pouvoir de restreindre ou d'interdire temporairement la vente à découvert de tous les instruments financiers ou CDS, ou de certains d'entre eux, dans des situations exceptionnelles, la coordination étant assurée par l'AEMF conformément à l'article 6 bis, paragraphe 5, du règlement ??/CE instituant l'AEMF, et sans préjudice des pouvoirs conférés à l'AEMF par l'article 10 de ce règlement. Compatible avec les options 2, 3 et 4.
- (6) Option 6 – Introduire une interdiction permanente de la vente à découvert de tous les instruments financiers qui peuvent faire l'objet d'une telle vente. Compatible avec l'option 4.
- (7) Option 7 – Introduire des restrictions ou une interdiction permanente des CDS. Compatible avec les options 2, 3 et 6.

4.2. Options envisagées pour garantir que les autorités de régulation et les marchés disposent de données relatives aux positions courtes (y compris celles constituées au moyen de CDS).

- (1) Option 1 – N'entreprendre aucune action au niveau de l'UE.
- (2) Option 2 – Instaurer un système de marquage des transactions à découvert afin que les autorités de régulation puissent distinguer les positions longues des courtes.
- (3) Option 3 – Notification des positions courtes à l'autorité de régulation. Compatible avec l'option 2.
- (4) Option 4 – Publication des positions courtes à l'intention du public. Compatible avec les options 2 et 3.
- (5) Option 5 – Publication des positions courtes sous forme agrégée (les positions courtes des différents investisseurs ne sont pas divulguées). Compatible avec les options 2, 3 et 4.
- (6) Option 6 – Publication des positions courtes nettes individuelles importantes. Compatible avec les options 2, 3 et 4.
- (7) Option 7 – Exemption des obligations de publication pour les activités de teneur de marché et pour certaines transactions sur le marché primaire. Compatible avec les options 2 à 6.

4.3. Options envisagées pour imposer certaines obligations à remplir au niveau de la négociation et renforcer la discipline en matière de règlement

- (1) Option 1 – N'entreprendre aucune action au niveau de l'UE.
- (2) Option 2 – Imposer qu'avant de conclure une vente à découvert, une personne doit avoir emprunté l'action concernée, conclu un accord au sujet de cet emprunt ou avoir pris d'autres dispositions pour s'assurer de pouvoir emprunter l'action au moment du règlement (règle de localisation).
- (3) Option 3 – Instaurer, au niveau de l'UE, des règles de discipline en matière de règlement, afin que les personnes qui concluent une vente à découvert et ne livrent pas le produit se voient imposer des sanctions appropriées, avec des procédures de rachat et des amendes en cas de défaut de règlement. Compatible avec l'option 2.
- (4) Option 4 – Interdire la vente à découvert à nu.
- (5) Option 5 – Exemption pour les activités de teneur de marché et certaines transactions sur le marché primaire. Compatible avec les options 2, 3 et 4.

4.4. Options envisagées pour assurer une attitude coordonnée des États membres de l'UE en matière de vente à découvert et de CDS.

Cet objectif doit être réalisé grâce aux options des trois catégories ci-dessus. En outre, le choix de l'instrument juridique devrait aussi concourir à la coordination des mesures nationales.

5. ÉVALUATION ET COMPARAISON DES OPTIONS

Les différentes options ont été évaluées selon le critère de leur efficacité et de leur efficience pour atteindre les objectifs concernés. La comparaison des options a conduit aux conclusions suivantes:

- *compétences claires*: l'option privilégiée consiste en une combinaison des options 5 (pouvoirs en cas d'urgence) et 2 (coupe-circuit). La combinaison des deux options doterait les autorités de régulation d'un instrument permettant d'imposer une interdiction de courte durée de la vente à découvert sur les marchés organisés en cas de forte diminution de prix, ainsi que de la possibilité d'imposer une interdiction temporaire de plus longue durée, qui concernerait également les instruments dérivés, en cas de situation exceptionnelle;
- *transparence*: l'option privilégiée est une combinaison des options 2, 3, 4, 6 et 7. La combinaison des options 3 et 4 permettrait de réaliser pleinement l'objectif de transparence pour les autorités de régulation comme pour le marché. En outre, un seuil plus élevé de notification au marché atténuerait l'incidence sur la liquidité, tout en garantissant que les autorités de régulation obtiendront les données dont elles ont besoin. L'option 6 (publication individuelle) devrait également être retenue, car elle permet de réaliser plus complètement les objectifs en renforçant la transparence sur les marchés. L'option 2 (marquage) compléterait les obligations de publication de manière très efficace en fournissant aux autorités de régulation des données en temps réel sur toutes les positions courtes, rendant ainsi compte des positions intrajournalières et aidant les autorités à assurer leur mission d'application de ces règles. Enfin, avec l'option 7 (exemption pour la tenue de marché et les opérations sur le marché primaire), les activités concernées pourraient continuer à remplir leur rôle pour la liquidité, ce qui atténuerait toute incidence potentielle des obligations de publication sur la liquidité;
- *discipline en matière de règlement*: l'option privilégiée est une combinaison des options 2, 3 et 5. Si les options 2 et 3 étaient combinées, la discipline en matière de règlement serait renforcée à la fois par les obligations au niveau de la négociation et par les procédures de rachat et les sanctions pécuniaires, ce qui permettrait de réaliser très efficacement l'objectif opérationnel concerné. En ajoutant l'option 5 aux options 2 et 3, l'incidence négative potentielle sur la liquidité serait atténuée par une exemption harmonisée concernant la tenue de marché. Les possibilités d'arbitrage réglementaire et les coûts de mise en conformité liés à l'existence d'exemptions différentes d'un pays de l'UE à l'autre seraient également diminués;
- *réaction coordonnée*: la coopération non législative est rejetée, car elle ne constituerait pas une solution efficace au fait que le manque de coordination entre

actions nationales laisse subsister des possibilités d'arbitrage réglementaire et entraîne des coûts de mise en conformité plus élevés. Il convient de préférer un règlement à une directive, car il est immédiatement applicable et assure l'existence de règles uniformes dans toute l'UE, de plus, les personnes concernées par ces dispositions pourraient s'y reporter immédiatement.

6. INCIDENCE DES OPTIONS PRIVILEGIEES

	Impact sur les parties concernées	Efficacité	Efficiace
Options 2 + 5 (coupe-circuit et pouvoirs en situation exceptionnelle)	(+++) les autorités de régulation sont autorisées à interdire la vente à découvert/les CDS en situation exceptionnelle et à court terme (+++) le prix des actions d'un émetteur peut être soutenu par une interdiction temporaire de la vente à découvert sur les marchés fortement orientés à la baisse (0) autorités publiques: volatilité réduite des marchés des obligations souveraines, mais risque d'effets négatifs sur la liquidité (- -) les établissements financiers peuvent se voir imposer temporairement des restrictions concernant la vente à découvert et ils supportent des coûts de mise en conformité	(+++) répond totalement à l'objectif 1 (+++) répond totalement à l'objectif 4 (+++) évite des incidences négatives indues sur l'efficace des marchés	(-) coûts de mise en conformité réduits dus à l'approche coordonnée au niveau de l'UE; tout effet sur la liquidité serait temporaire
Options 2+ 3 + 4 +6 +7 (marquage, notification à l'autorité de régulation et publication à l'intention du marché des positions courtes nettes individuelles, avec exemption pour les teneurs de marché et les intermédiaires sur le marché primaire)	(+++) autorités de régulation: transparence complète des positions courtes (+++) émetteurs: accès aux données sur les positions courtes importantes et bénéfice total de la liquidité apportée par les teneurs de marché (+++) investisseurs: élimination des asymétries d'information et maintien de la liquidité apportée par les teneurs de marché (+++) autorités publiques: pas de réduction de la liquidité des obligations souveraines (-) établissements financiers: coûts de mise en conformité, risque de moindre activité de vente à découvert pour éviter la publicité, mais les activités de teneur de marché peuvent être poursuivies	(+++) répond totalement à l'objectif 2 (+++) répond totalement à l'objectif 4 (++) limite les incidences négatives indues sur l'efficace des marchés	(-) coûts de mise en conformité permanents; l'incidence sur la liquidité des marchés est limitée par les seuils et les exemptions
Options 2+3+5 (règle de localisation, discipline en matière de règlement avec exemptions pour les teneurs de marché et pour les intermédiaires sur le marché primaire)	(+++) les autorités de régulation peuvent sanctionner la vente à découvert à nu (+++) émetteurs: le nombre d'actions vendues à découvert ne peut pas dépasser le nombre d'actions émises ou disponibles à l'emprunt; pas d'entrave à la liquidité vu l'exemption pour les teneurs de marché (+++) autorités publiques: le nombre d'obligations d'État vendues à découvert ne peut pas dépasser le nombre d'obligations émises ou disponibles à l'emprunt; pas d'entrave à la liquidité vu l'exemption pour les teneurs de marché (+) certains établissements financiers peuvent devoir adapter leurs systèmes	(++) objectif de réduction des risques de règlement réalisé grâce aux règles au niveau de la négociation et à la discipline en matière de règlement (+++) répond totalement à l'objectif 4 (+) contribue à réduire le risque de spirale négative des prix	(-) certains coûts de mise en conformité permanents; bien que la règle de localisation soit déjà souvent appliquée; incidence sur la liquidité atténuée par l'exemption relative aux teneurs de marché

	<i>de conformité, mais exemption pour les teneurs de marché</i>		
--	---	--	--

7. SUIVI ET EVALUATION

La Commission suivra l'évolution de l'application par les États membres des modifications proposées dans l'initiative législative sur la vente à découvert. L'évaluation de la mesure législative pourrait avoir lieu trois à cinq ans après son entrée en vigueur, dans le contexte d'un rapport au Conseil et au Parlement sur la pertinence des seuils de notification et de publication.