

12 Juillet 2010

**CONSULTATION PUBLIQUE DE LA COMMISSION EUROPEENNE RELATIVE AUX
VENTES A DECOUVERT**

-
REPOSE DE LA FBF
(Version Française)

La Fédération Bancaire Française (ci-après FBF) est l'organisation professionnelle représentant, en France, les intérêts du secteur bancaire. Elle regroupe l'ensemble des établissements de crédit agréés comme banque, exerçant leurs activités en France, soit plus de 450 banques commerciales et coopératives. Les banques adhérentes à la FBF comptent 40 000 guichets permanents en France, 400 000 salariés et 60 millions de clients.

1. Le 2 juin 2010, la Commission européenne a mis en consultation publique un document contenant des propositions en vue d'encadrer la pratique des ventes à découvert et permettre ainsi la mise en place d'un régime harmonisé au plan européen.

La FBF approuve largement cette initiative. En effet, l'existence de régimes nationaux non harmonisés sur cette question nuit à leur efficacité et impose des coûts et des lourdeurs administratives aux acteurs de marché. Par conséquent, elle constitue un frein à la politique d'intégration par ailleurs activement menée dans le domaine des activités de marchés financiers. Compte tenu de la nature globale des marchés concernés, la FBF plaide en faveur d'une approche coordonnée au niveau international.

2. La FBF partage pleinement l'avis de la Commission selon lequel l'efficacité du processus de découverte des prix est un enjeu majeur : la vente à découvert est en effet le seul moyen pour des personnes n'ayant pas acheté le titre au préalable de contribuer à ce processus en exprimant de façon efficace l'opinion selon laquelle ce titre est survalorisé, et ainsi de freiner, voire contrer, les phénomènes de bulles spéculatives auxquels par nature les détenteurs de titres participent quant à eux. Cette approche semble d'ailleurs partagée par les régulateurs au niveau international puisqu'aux termes du Comité technique de l'OICV, *"short selling plays an important role in the market for a variety of reasons, such as providing more efficient price discovery, mitigating market bubbles, increasing market liquidity, facilitating hedging and other risk management activities"* et *"The primary objective of (the) regulation would be to reduce the potential destabilising effect that short selling, used in an abusive manner, can cause without exerting undue impact on securities lending, hedging and other types of transactions that are critical to capital formation and to reducing volatility (such as those used for risk management purposes)"*.

Une action de régulation paraît d'autant plus nécessaire que les ventes à découvert sont fréquemment considérées par l'opinion publique comme en partie responsables de la crise financière. Ce défaut d'encadrement participe du défaut de confiance dont souffrent actuellement les marchés financiers : il est un facteur retardant pour que les marchés retrouvent une capacité de financement optimum de l'économie, et participent ainsi pleinement à son redémarrage.

3. Le contexte dans lequel la FBF souhaite contribuer à cette consultation est le suivant : définir des mesures qui répondent à l'attente forte exprimée tout en sauvegardant l'intérêt fondamental que présente la pratique des ventes à découvert pour l'efficacité du processus de découverte des prix.

En conséquence, la FBF considère que le régime des ventes à découvert européen doit s'articuler autour des axes suivants :

- **Une approche européenne harmonisée de la réglementation des ventes à découvert.**
- **La reconnaissance de l'utilité des ventes à découvert pour l'efficacité du processus de découverte des prix et de la liquidité.**
- **La FBF n'est pas favorable à une interdiction des ventes à découvert dans des circonstances normales de fonctionnement des marchés.**
- **La possibilité pour le régulateur** (en urgence au niveau national, dans le cadre d'une harmonisation européenne), dans les situations où la stabilité financière paraît menacée, **d'encadrer temporairement la pratique des ventes à découvert pour les actions.**
- **Des obligations de reporting au régulateur sur les positions vendeuses actions, obligations, CDS**, qui lui permettent, d'une part, d'apprécier les évolutions de marché, et la nécessité d'utiliser des mesures d'encadrement complémentaires, et d'autre part, de pouvoir réprimer efficacement d'éventuels abus de marché.
- **Les market makers doivent être exemptés de toute exigence en matière de vente à découvert.**
- **La FBF est en revanche très réservée sur des mesures visant à rendre publiques les positions nettes vendeuses.** En effet, si l'objectif central de faire face aux situations où la stabilité financière est menacée, il est fortement probable que la publication d'une information montrant que le cours est estimé comme surévalué déclenche ou accélère un mouvement de baisse.
- **La FBF considère que si des mesures sont prises en matière de ventes à découvert, elles doivent être différenciées selon que l'on vise :**
 - o **d'un côté les actions et les dérivés associés,**
 - o **de l'autre les dettes d'Etat, les dérivés de taux et de crédits (CDS souverains) associés.**

En effet, les segments et le fonctionnement des marchés visés, ainsi que l'impact sur les émetteurs et la liquidité, peuvent y être très différents. S'il est envisageable, pour afficher une discipline de marché dans des circonstances exceptionnelles, que les régulateurs préconisent des interdictions de ventes à découvert qui recouvrent un segment des marchés actions et dérivés actions, une interdiction de vente à découvert sur les marchés des obligations souveraines, de leurs dérivés de taux (sur marchés organisés et

de gré à gré) et de crédits (CDS souverains) et enfin sur les produits structurés à sous-jacent souverain nous semble, en revanche, relativement illusoire en raison de la continuité de ces marchés et de leur interconnexion internationale. En effet, quelque soit l'ampleur et le coût de mise en œuvre d'une telle interdiction, celle-ci ne permettra jamais de régler efficacement ces opérations hors de l'Union Européenne et risque même d'être incomplète et contournée au niveau européen.

- **S'agissant des CDS**, la FBF considère que l'interdiction des CDS à nu sur les obligations souveraines ne saurait constituer une réponse appropriée à l'affirmation erronée selon laquelle ceux-ci contribueraient à élargir artificiellement les écarts de cours (« *spreads* ») sur les obligations souveraines. Par ailleurs, la FBF accueillera favorablement la possibilité qui lui sera éventuellement donnée d'évoquer le bien fondé d'une réglementation sur les CDS sur obligations souveraines une fois que la Commission européenne aura rendu publiques les conclusions de son enquête sur la négociation de CDS d'obligations d'Etats dans les pays européens, telle que souhaitée en mars 2010 par la France, le Luxembourg, l'Allemagne et la Grèce.

A titre de complément de réponses aux questions posées par la Commission européenne dans le cadre de présente consultation, la FBF souhaite également souligner et renvoyer la Commission aux conclusions du « *Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert* » constitué, en France, au sein de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous la direction de Mme Marie-Ange Debon et M. Jean-Pierre Hellebuyck rendu public en février 2009¹.

* * *

¹ http://www.amf-france.org/documents/general/8731_1.pdf

A. SCOPE

(1) Which financial instruments give rise to risks of short selling and what is the evidence of those risks?

Pour répondre à cette question, il est d'abord nécessaire de définir précisément ce qui est entendu sous l'appellation de ventes à découvert et qui recouvre des réalités différentes selon qu'il s'agit de produits cash ou de produits dérivés.

- Produits cash.

La vente à découvert consiste à vendre un tel produit avant même de l'avoir acquis. Le fait de vendre à découvert ne dispense en revanche aucunement de l'obligation de livraison des titres à la date prévue par le contrat que constitue la conclusion de la transaction, cette date étant en règle générale de trois jours après la négociation.

- Produits dérivés.

L'application de la terminologie « vente à découvert » aux produits dérivés est apparue récemment lors de la crise grecque où l'utilisation des dérivés de crédit (CDS) a été accusée d'avoir déclenché la très forte baisse de la dette souveraine de la Grèce et, corrélativement, la forte hausse de son taux de refinancement sur les marchés.

Assimiler toutefois à la vente à découvert l'utilisation des CDS dans le cas grec caractérise une extension de la notion par rapport à une double problématique :

- D'une part, l'utilisation d'un produit dérivé fournissant une protection contre la baisse d'un actif sous-jacent qui n'est pas possédé par l'acheteur de la protection ;
- D'autre part, la vente de l'actif sous-jacent que peut opérer le vendeur de la protection pour couvrir le risque créé pour lui par le produit dérivé.

La vente à découvert d'un produit dérivé n'est ainsi assimilable à la vente à découvert d'un produit cash que dans la mesure où le vendeur de la protection vend par ailleurs l'actif sous-jacent sur le marché avant même de l'avoir acquis. Au-delà, il s'agit donc en réalité de savoir si un produit dérivé offrant une protection en cas de baisse de valeur du sous-jacent ne doit être qu'un produit seulement utilisable par ceux qui ont un risque effectif à couvrir parce qu'ils détiennent ce sous-jacent en portefeuille.

Il n'en reste pas moins qu'en utilisant un produit dérivé, un acteur peut arriver au même résultat qu'en vendant à découvert le sous-jacent. D'une part, il « parie » de la même façon sur la surévaluation du produit. D'autre part, il conduit le vendeur de la protection à vendre le sous-jacent pour couvrir son risque, le nombre de titres vendus dans ce cadre ne représentant toutefois qu'un pourcentage plus ou moins élevé du nombre total de titres sur lesquels porte la protection².

Dans le cadre ainsi rappelé, la FBF souscrit généralement aux observations introductives formulées par la Commission européenne selon lesquelles « *It appears however that in some situations [short selling] can be used in an abusive fashion to drive down the price of financial*

² En fonction de la situation de l'établissement vendeur de la protection et de son besoin en termes de couverture du risque ainsi créé, plus ou moins compensables avec d'autres opérations réalisées par ailleurs.

instruments can contribute to disorderly markets and, especially in extreme market conditions, can amplify price falls and have an adverse effect on financial stability. It can also result in information asymmetries. In the case of uncovered short sales there may be an increased risk of settlement failures and price volatility ».

Il paraît néanmoins nécessaire de souligner quelques points.

- Bien que la vente à découvert ne puisse être par elle-même constitutive d'un abus de marché, il existe cependant des situations où elle peut être un moyen de commettre un abus de marché. De telles situations devant être réprimées au travers du dispositif existant en matière d'abus de marché, l'enjeu est d'abord de déterminer si les autorités de supervision disposent d'une information adéquate facilitant la détection de tels abus.
- Le principal risque associé aux ventes à découvert est l'amplification et l'accélération des mouvements de baisse et de la volatilité qu'elles peuvent créer dans les situations où le marché est particulièrement nerveux. La constatation d'un ajustement brutal mais ponctuel à la baisse ne paraît toutefois pas suffisante pour justifier l'encadrement : ce qui semble plutôt devoir être considéré c'est un ensemble d'ajustements brutaux, souvent caractéristiques d'une situation de crise, qui peuvent constituer une menace pour la stabilité financière.
- La question de l'asymétrie informationnelle liée aux ventes à découvert demanderait à être précisée, notamment en ce qu'elle ne serait pas liée soit à un abus de marché, soit à une menace pour la stabilité financière. La nature de la problématique sous-tendue ici n'apparaît en effet pas.

De la même manière, le lien entre la vente à découvert à nu et la volatilité demanderait également à être explicité, surtout au regard de la reformulation de la définition de la notion de vente à découvert à nu qui est par ailleurs proposée.

(2) What is your preferred option regarding the scope of instruments to which measures should be applied?

Par rapport à la segmentation précédemment décrite entre produits cash et produits dérivés, ni l'Option A, ni l'Option B ne peuvent être considérées comme adéquates. Les mesures doivent être adaptées par rapport à ces deux catégories de produits, chacune s'inscrivant dans un contexte profondément différent.

En tout état de cause, la FBF considère qu'il convient de tenir compte de la différenciation des marchés :

- la dette souveraine et les produits dérivés dont elle constitue l'unique ou le principal sous-jacent ;
- les actions des entreprises financières ;
- les autres actions admises sur un marché réglementé européen.

Il semble utile de rappeler que les marchés de dette sont par nature différents des marchés actions. Un acteur peut en effet être simultanément acheteur et vendeur de deux obligations (souveraines) émises par le même émetteur mais ayant une maturité différente : cet acteur n'aura pas de position nette négative ou vendeuse sur l'émetteur concerné : les mesures visant à restreindre des mouvements excessifs de marché (*overshooting*) ne devraient pas a priori s'appliquer dans ce type de situation et la publication des « ventes » dans le marché sera trompeuse.

(3) In what circumstances should measures apply to transactions carried on outside the European Union?

La réponse à cette question n'est pas de savoir si certaines circonstances peuvent permettre de faire appliquer les règles européennes en dehors de l'Europe, mais dans quelle mesure ces règles peuvent effectivement être appliquées à des parties et à des opérations situées hors du territoire européen.

Au demeurant, une fois les opérations réalisées, comment appliquer une quelconque sanction aux personnes qui les ont effectuées ?

Cette problématique qui semble particulièrement avérée en matière de produits dérivés, met en évidence la nécessité de développer la coordination internationale en ce domaine pour que l'encadrement mis en place par l'Europe ne soit pas source d'opportunités commerciales pour des acteurs non soumis à sa réglementation, au détriment de l'objectif de préservation de la stabilité financière poursuivi.

Nous insistons par conséquent sur la nécessité de rechercher une approche internationale en la matière.

B. TRANSPARENCY

(4) What is your preferred option in relation to the scope of financial instruments to which the transparency requirements should apply?

La FBF est favorable à l'Option B. L'enjeu encore une fois est prioritairement d'encadrer des situations très particulières dans lesquelles les ventes à découvert sont estimées faire peser une menace sur la stabilité financière. De ce point de vue, la focalisation est d'abord sur la dette souveraine et ensuite sur les actions, et même en pratique sur les actions des entreprises financières qui au premier chef, comme le montre l'action menée au plan mondial au dernier trimestre 2008, participent au maintien de la stabilité financière.

Alors qu'imposer aux acteurs des obligations de transparence a nécessairement des coûts induits en termes financiers et de charge administrative, l'Option A ne paraît pas créer des bénéfices suffisants par rapport à ces coûts. Bien entendu, ce choix en faveur de l'Option B devra être réexaminé si l'évolution montrait que se développaient sur d'autres instruments financiers des pratiques de vente à découvert de nature à menacer la stabilité financière.

(5) Under Option A is it proportionate to apply transparency requirements to all types of instruments that can be subject to short selling?

Voir réponse à la question (4).

(6) Under Option B do you agree with the proposals for notification to regulators and the markets of significant net short positions in EU shares?

La proposition formulée en matière de déclaration aux régulateurs n'appelle pas de remarque de la part de la FBF. Il est essentiel que les autorités de supervision aient une bonne visibilité des positions prises, notamment pour être en mesure de mener leurs missions en matière de répression des abus de marché.

Pour que ce reporting atteigne les objectifs qui sont les siens, il est néanmoins indispensable de déterminer de façon harmonisée les conditions pratiques de ce reporting (définition de la position nette vendeuse, délais...), ce qui suppose que cette mission soit clairement confiée à l'ESMA. Il semble par ailleurs très souhaitable que le reporting soit réalisé au niveau de chaque entité sociale, sans consolidation au sein des groupes : c'est en effet le seul moyen d'avoir une vision claire de la situation réelle de marché, sachant que les différentes entités d'un groupe peuvent légitimement poursuivre des objectifs distincts qui ne seront pas mis en évidence par un *reporting* globalisé.

En matière d'information du marché, en revanche, la FBF n'y est pas favorable et estime qu'une réflexion complémentaire est absolument indispensable par rapport à deux aspects :

- D'une part, si l'objectif central est, comme cela devrait être le cas, de faire face aux situations où la stabilité financière est menacée, il est fortement probable que la publication d'une information montrant qu'un certain nombre d'acteurs estiment que le cours est surévalué accroisse la nervosité du marché et ne déclenche un mouvement de baisse, voire l'amplifie ou l'accélère.
- D'autre part, dans des situations « normales » de marché, où le vendeur à découvert ne fait que jouer son rôle naturel dans le processus de découverte des prix, il n'est pas certain que cette information (qui au demeurant devrait se trouver de fait intégrée dans les cours) ne soit pas de nature à le mettre en risque par rapport au marché ou à déclencher des comportements « suiveurs » purement opportunistes, et donc comme précédemment à accroître la volatilité ou à enclencher ou amplifier un mouvement de baisse.

A ce stade de son analyse, la FBF estime qu'il y a de très forts risques à prévoir la publication de ces informations pour des bénéficiaires qui demanderaient à être précisés.

(7) In relation to Option B do you agree with the proposals for notification to regulators of net short positions in EU sovereign debt (including through the use of CDS)? In addition to notification to regulators should there be public disclosure of significant short positions?

En matière de dette souveraine où les enjeux de stabilité financière se trouvent nécessairement renforcés, la FBF n'a pas de raison d'avoir une autre position que sur les actions.

Elle est donc en faveur des propositions formulées en matière de déclarations aux régulateurs et expriment les mêmes fortes réserves en matière de publication.

(8) Do you agree with the methods of notification and disclosure suggested?

Sous les réserves exprimées en matière d'opportunité de publication, les propositions formulées n'appellent pas de remarque de la part de la FBF.

La FBF s'interroge en revanche sur l'intérêt d'un schéma dans lequel chaque autorité compétente fournira « *summary information to ESMA at least quarterly about net short positions in markets for which it is the relevant competent authority* ».

S'il est indispensable qu'ESMA dispose de pouvoirs d'intervention en situation d'urgence lorsque les ventes à découvert paraissent menacer la stabilité financière (voir réponse à la

question 23), le processus ici envisagé semble très administratif. Quel sera l'apport d'ESMA sur la base de cette information trimestrielle ?

(9) If transparency is required for short positions relating to sovereign bonds, should there be an exemption for primary market activities or market making activities?

Dans les limites que prévoit le cadre juridique qui leur est applicable, les activités de marché primaire et de tenue de marché sont nécessaires au bon fonctionnement du marché. Pour apporter cette contribution, elles nécessitent de pouvoir être menées dans des conditions « normales », c'est-à-dire en effectuant des ventes à découvert (le market maker qui fournit un prix à une contrepartie ne doit pas avoir à vérifier s'il détient le titre en portefeuille ; la gestion des stocks de titres est effectuée par des équipes indépendantes, même si elles travaillent en étroite coopération avec les équipes chargées du market making). L'intégration de ces activités dans un processus de publication à destination du marché³ serait nécessairement de nature à accroître leur exposition à des comportements opportunistes d'autres acteurs et accroîtrait le risque des market makers. Ce risque n'est d'ailleurs pas limité à la question de la dette souveraine mais concerne tous les instruments pouvant entrer dans le champ de la publication, avec en outre une intensité directement liée à la liquidité de l'instrument concerné et au nombre d'acteurs exerçant de telles fonctions sur cet instrument.

En tout état de cause, les activités de marché primaire et de tenue de marché s'inscrivant dans un cadre particulier, une dérogation paraît d'autant moins critiquable qu'il est toujours possible aux régulateurs de marché de vérifier que ces activités ne sont pas poursuivies à d'autres fins que celles qui sont normalement les leurs.

Dans le cadre d'une exemption à une obligation de publication qui serait posée, la FBF souligne qu'il est indispensable d'établir au niveau européen une définition commune et précise des activités ainsi exemptées. Ce besoin est particulièrement fort en ce qui concerne le *market making*, certains régulateurs d'Etats membres ayant des approches assez sensiblement différentes de cette activité.

Cette mission doit être confiée à ESMA.

S'agissant par ailleurs, de la transparence en tant que reporting au régulateur, la FBF observe que le sujet est moins celui d'une exemption que d'une adaptation des règles pour assurer que les données utiles sont communiquées au régulateur.

(10) What is the likely costs and impact of the different options on the functioning of financial markets?

La FBF n'est pas en mesure de fournir d'éléments particuliers sur ce point.

C. UNCOVERED SHORT SALES

(11) What are the risks of uncovered short selling and what is the evidence of those risks?

Alors que de manière générale l'opinion publique considère très négativement la pratique des ventes à découvert, en ignorant ses bénéfices et en suramplifiant ses inconvénients, les termes

³ En revanche, la transparence en termes de reporting au régulateur n'est pas en discussion

« ventes à découvert à nu » sont généralement utilisés pour stigmatiser une forme de vente à découvert jugée particulièrement intolérable.

Dans ce contexte, il est de la responsabilité des autorités de régulation, et notamment de la Commission européenne, de ne pas renforcer l'ambiguïté existante en donnant une définition de la vente à découvert qui ne soit pas centrée exclusivement sur les pratiques effectivement critiquables.

- La FBF estime ainsi que les ventes à découvert à nu ne peuvent être définies comme la situation « *where the seller has not borrowed the securities when the short sale occurs or ensured they can be borrowed* », ainsi que le propose la Commission européenne.

La FBF estime que la frontière entre situations tolérables et intolérables doit suivre la ligne tracée par la jurisprudence du régulateur français (voir réponse à la question (1)) : **sont inadmissibles les situations dans lesquelles un opérateur ne peut pas « raisonnablement » estimer être en mesure de livrer les titres en temps voulu ; il prend des positions vendeuses sans disposer de l'assurance « raisonnable » de pouvoir, notamment par le recours à des emprunts de titres, procéder en temps voulu à la livraison des instruments financiers correspondants.** Inadmissibles, car il est ainsi permis à un opérateur, de façon délibérée et au détriment du fonctionnement ordonné du marché et de l'intérêt général, d'arbitrer économiquement l'intérêt que présente pour lui un défaut de livraison.

Seules ces situations doivent être qualifiées de ventes à découvert à nu.

A contrario, qualifier ainsi les ventes à découvert à nu, revient à faire entrer dans la définition des ventes à découvert simples, toutes les situations dans lesquelles le vendeur à découvert a l'assurance « raisonnable » de pouvoir procéder en temps voulu à la livraison des instruments financiers vendus.

Cela inclut bien sûr la situation précédemment décrite où le vendeur s'est préalablement assuré qu'il pouvait emprunter les titres. Mais cela inclut également les situations dans lesquelles il n'a pas de raison de douter qu'il pourra ultérieurement, soit les acheter en se faisant livrer avant que lui-même ne soit tenu de livrer, soit de les emprunter afin d'être en mesure de les livrer.

Dans ce cadre, la notion de « raisonnable » peut apparaître comme introduisant une marge d'appréciation non souhaitable au profit de l'opérateur. Il n'en est toutefois rien, au contraire : analysée *a posteriori*, l'assurance « raisonnable » permet de prendre en compte, non seulement les données dont disposait l'opérateur en termes de capacité à faire face à ses engagements de règlement-livraison, mais aussi les données qu'il aurait du prendre en compte en qualité de vendeur à découvert, surtout s'il s'agit d'un professionnel de marché.

Ainsi au regard de la qualification de vente à découvert à nu, doivent être analysées différemment les situations dans lesquelles sans s'être assuré au préalable de sa capacité à acheter ou emprunter les titres, l'opérateur :

- n'avait aucune raison de douter que cet achat ou cet emprunt serait possible compte tenu des possibilités du marché ;
- ne pouvait pas ignorer que, compte tenu du volume vendu à découvert et/ou des possibilités du marché, il ne lui serait pas possible de procéder à cet achat ou cet emprunt.

Cette approche traduit le fonctionnement des banques de marché au sein desquelles des opérateurs fournissent à leurs clients des prix leur permettant de traiter en contrepartie ; si le

marché du prêt/emprunt de titres est profond et liquide (conditions normales de marché), l'opérateur traitera avec ses clients sans intervenir dans le fonctionnement normal du process de prêt/emprunt (le suivi des stocks de titres est effectué par le back office qui transmet les informations aux opérateurs chargés du prêt/emprunt) ; si le marché du prêt/emprunt est en revanche plus tendu (information communiquée par les équipes spécialisées), l'opérateur ne traitera pas sans avoir sécurisé « juridiquement » l'emprunt nécessaire à la transaction envisagée (achat de titres par le client/ vente par la banque).

Imposer en temps normal qu'un accord juridique soit conclu avant la vente aura de très fortes probabilités d'impacter négativement le marché du prêt/emprunt de titres car les acteurs (asset managers notamment) prêteurs de titres préféreront en règle générale ne pas prêter les titres plutôt que de limiter a priori leur liberté de choix, la possibilité de vendre à tout moment les titres détenus. Un marché du prêt/emprunt moins liquide aura à son tour un impact négatif sur la liquidité du titre concerné.

En revanche, nous sommes très favorables à une sanction lourde des opérateurs se mettant délibérément en situation de ne pas livrer les titres concernés.

(12) Is there evidence of risks of uncovered short sales for financial instruments other than shares (e.g. bonds or sovereign bonds), which would justify extending the requirements to these instruments?

La FBF estime qu'il y a peu d'éléments probants permettant de considérer que les ventes à découvert à nu, tant sur les obligations que par le biais de CDS, puissent avoir un impact négatifs sur les écarts de cours (« *spreads* ») du marché obligataire.

Par ailleurs, plusieurs régulateurs (BAFIN et CESR notamment) ont étudié cette problématique et ne sont pas parvenus à mettre en évidence un tel impact négatif.

**(13) Do you agree with the proposed rule setting out conditions for uncovered short selling? Do you consider that more stringent conditions could be put in place? If so please indicate which ones?
Do you agree that arrangements other than formal agreements to borrow should be permitted if they ensure the shares are available for borrowing at settlement? If so, why?**

Non. La FBF considère qu'en dehors de condition exceptionnelles de marché, le vendeur à l'assurance raisonnable d'être en mesure de livrer le sous-jacent à bonne date.

(14) Do you consider that the risks of uncovered short selling are such that they should be subject to an upfront ban/permanent restrictions? If so, why?

Non. Voir réponse à la question (11).

(15) Do you agree with the proposal requiring buy in procedures for settlement failures due to short sales? If so, what is an appropriate base period that could be specified before buy in procedures are triggered (e.g. T + 4)?

La mise en place de procédures de rachat spécifiques aux vendeurs à découvert à nu peut s'envisager. C'est toutefois une solution complexe qui nécessite d'établir un lien entre une opération donnée et une procédure de rachat. Cette complexité est d'ailleurs renforcée par le fait que les procédures de rachat sont en fait gérées par les chambres de compensation qui,

non seulement n'appréhendent pas toutes les opérations (notamment OTC), mais en outre agissent sur des soldes nets : le défaut d'un vendeur à découvert peut ainsi n'avoir aucun effet ou un effet marginal sur les soldes de titres livrés qui transitent par la chambre de compensation.

(16) Do you consider that there should be permanent limitations or a ban on entering into naked credit default swaps relating to EU sovereign issuers? If so, please explain why, including if possible any evidence relating to the use of naked CDS.

Une limitation ou une interdiction permanente des « *naked CDS* » aurait des effets disproportionnés par rapport à la problématique réelle en jeu. Limiter l'achat d'une protection sur une dette souveraine à ceux qui détiennent cette dette souveraine est extrêmement réducteur de l'utilisation économique qui peut être faite de ces « *naked CDS* ». Faut-il rappeler que l'utilisation d'un CDS sur une dette souveraine ne sert pas seulement à couvrir le risque associé à des engagements sur l'Etat émetteur mais aussi des risques sur d'autres contreparties dont le profil est estimé assimilable ?

(17) Do you consider that in addition to the measures described above there should be marking of orders for shares that are short sales?

Un tel marquage n'a de sens qu'en termes d'information du marché. En tant que tel, il renvoie donc aux questions précédemment exprimées en la matière (voir réponse à la question (6)).

Ce marquage nécessitant des développements coûteux, il faut en tout état de cause assurer que ses bénéfices sont suffisants, ce qui est loin d'être assuré.

(18) What is the likely costs and impact of the different options on the functioning of financial markets?

La FBF estime que les solutions qu'elle a précédemment développées sont raisonnables en termes d'évaluation coûts / bénéfices.

D. EXEMPTIONS

(19) Do you agree with the proposed exemption for market making activities? Which requirements should it apply to?

Pour les raisons déjà exposées, la FBF est nécessairement en faveur d'une exemption pour le *market making* (voir réponse aux questions (9) et (13)), notion pour laquelle une définition harmonisée au niveau européen doit être adoptée.

L'exemption ne doit d'ailleurs pas concerner seulement la tenue de marché, mais plus généralement toutes les activités, autres que d'arbitrage, exercées par des établissements financiers européens (voir réponse à la question (11)). Il est absolument indispensable dans ce contexte que, comme cela a déjà été souligné (voir réponse à la question (9)), les définitions des activités exemptées soient harmonisées au niveau européen par ESMA.

(20) Do we need any exemption where the principal market for a share is outside the European Union ? Are any other special rules needed with regard to operators or markets outside the European Union?

Cette question toutefois met en relief l'aspect concurrentiel et le déplacement possible des marchés en l'absence de réglementation internationale, s'agissant d'activités qui pourraient être conduites en dehors de l'Union européenne.

(21) What would be the effects on the functioning of markets of applying or not applying the above exemptions?

La justification de l'exemption repose sur son effet bénéfique pour le bon fonctionnement du marché.

E. EMERGENCY POWERS OF COMPETENT AUTHORITIES

(22) Should the conditions for use of emergency powers be further defined?

Par rapport à l'objectif central qui doit être poursuivi, la FBF estime adapté de fonder la mise en œuvre des pouvoirs d'urgence sur la définition proposée par la Commission européenne, à savoir « *In the case of adverse developments which constitute a serious threat to financial stability or to market confidence in a Member State or the European Union* ». pour autant, un encadrement fondé sur des données objectives de marché (volatilité et liquidité notamment) paraît souhaitable.

(23) Are the emergency powers given to Competent Authorities and the procedures for their use appropriate?

La FBF considère que la proposition formulée par la Commission européenne est adaptée.

Même si elle a des réserves quant à l'opportunité d'inclure d'autres instruments que les actions, les obligations et les CDS sur dette souveraine, elle estime que les conditions de mise en œuvre de ces pouvoirs d'urgence (voir réponse à la question (22)) sont de nature à limiter naturellement leur utilisation à certains instruments financiers (dettes souveraine et actions d'établissements financiers au premier chef).

Par rapport à l'enjeu que constitue l'harmonisation européenne, la FBF estime en revanche que les modalités d'utilisation de ces pouvoirs d'urgence ne sont pas appropriées. Elle propose le séquençage suivant :

- Chaque autorité compétente d'un Etat membre devrait avoir la possibilité de mettre en œuvre ces pouvoirs d'urgence pour une durée limitée (2 ou 3 semaines au maximum), renouvelable une fois. Dans ce contexte, l'information préalable d'ESMA serait souhaitable mais non obligatoire.
- ESMA devrait disposer des pouvoirs prévus par la Commission européenne mais devrait en outre avoir :
 - la possibilité d'étendre aux autres Etats membres les mesures prises par l'un d'entre eux ;

- seule la capacité de proroger les mesures prises au-delà de la durée limitée impartie à chaque Etat membre, et donc au-delà de 4 ou 6 semaines.

Ce « transfert » de compétence au niveau d'ESMA semble en tout état de cause nécessaire en ce qui concerne les Etats appartenant à la zone Euro pour lesquels il est difficile d'imaginer que la problématique de leur stabilité financière ne soit pas appréciée collectivement.

Dans cette perspective, il conviendrait d'ailleurs de s'interroger sur les conditions de la prise de décision par ESMA, seules les autorités de la zone Euro devant pouvoir voter.

(24) Should the restrictions be limited in time as suggested above?

Comme souligné précédemment, la durée de la restriction devrait être beaucoup plus limitée au niveau des Etats membres que ce que prévoit le Commission européenne. Il faut rester dans le traitement de situations d'urgence, ESMA ayant seul la capacité de proroger les restrictions sur longue période.

Dans ce contexte, il pourrait être imaginé qu'ESMA puisse agir pour des périodes de 6 mois, prorogeable avec un préavis d'au moins 15 jours.

(25) Are there any further measures that could ensure greater coordination between competent authorities in emergency situations?

La meilleure assurance pour une bonne coordination consiste à faire en sorte qu'une fois la première urgence passée, les décisions soient prises au niveau d'ESMA.

(26) Should competent authorities be given further powers to impose very short term restrictions on short selling of a specific share if there is a significant price fall in that share (e.g. 10%)?

Cette proposition ne peut être acceptée alors qu'il existe des dispositifs de suspension qui ont pour objet de gérer ce type de situations dans le meilleur intérêt du bon fonctionnement du marché. Cela pourrait de manière illégitime, affecter le rôle des ventes à découvert dans le processus de formation des prix.

En tout état de cause, on imagine mal qu'une situation individuelle puisse caractériser la menace sur la stabilité financière qui fonde la mise en œuvre de pouvoirs d'urgence.

F. POWERS OF COMPETENT AUTHORITIES

(27) Should the power to prohibit or impose conditions on short-selling be limited to emergency situations (as set out in the previous section)?

La réponse est nécessairement oui, le fondement central étant la menace sur la stabilité financière.

(28) Are there any special provisions that are necessary to facilitate enforcement of the future legislation in this area?

La mise en œuvre efficace du nouveau dispositif est directement liée à la capacité des autorités à détecter les situations qui méritent une investigation particulière de leur part, notamment quant à l'assurance raisonnable qu'avait le vendeur à découvert de pouvoir livrer à l'échéance.

Les règles proposées en matière de déclaration sont donc tout à fait essentielles de ce point de vue.

(29) What co-operation powers should be foreseen for ESMA on an ongoing-basis?

Il est particulièrement nécessaire qu'ESMA puisse favoriser une interprétation harmonisée de ce que constitue pour un vendeur à découvert l'assurance raisonnable de pouvoir livrer à l'échéance. ESMA doit également préciser la définition des activités qui bénéficieraient de mesures dérogatoires ou particulières, comme la tenue de marché, ainsi que les modalités pratiques de *reporting* aux régulateurs et le cas échéant au marché, si malgré les interrogations que cela suscite, cette dernière solution était retenue (voir réponse à la question (6)).

G. GLOSSARY OF DEFINITIONS

(30) Do the definitions serve their intended purpose?

La notion de vente à découvert devrait être définie comme indiqué précédemment (voir réponse à la question (1)).

La notion de vente à découvert à nu devrait également être définie comme indiqué précédemment (voir réponse à la question (11)).