

Avis du Comité économique et social européen sur 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 — 2010/0251 (COD)

(2011/C 84/07)

Rapporteur général: **M. MORGAN**

Le 7 octobre et le 13 octobre 2010, respectivement, le Parlement européen et le Conseil ont décidé, conformément à l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, de consulter le Comité économique et social européen sur 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 — 2010/0251(COD).

Le 20 octobre 2010, le Bureau du Comité a chargé la section spécialisée «Marché unique, production et consommation» de préparer les travaux du Comité en la matière.

Vu l'urgence des travaux, le Comité économique et social européen a décidé, lors de sa 468^e session plénière des 19 et 20 janvier 2011 (séance du 20 janvier 2011), de désigner M. MORGAN rapporteur général et a adopté le présent avis par 200 voix pour, 4 voix contre et 7 abstentions.

1. Conclusions et recommandations

1.1 La vente à découvert des titres des institutions financières a été interdite au Royaume-Uni et dans d'autres pays suite à l'effondrement des marchés déclenché par la faillite de la banque Lehman Brothers. En réaction à la crise de la dette souveraine grecque, les autorités allemandes ont interdit la vente à découvert des titres de certaines institutions financières allemandes et des obligations souveraines émises par les pays de la zone euro, ainsi que la vente à nu des contrats d'échange sur risque de crédit liés à ces emprunts. Dans le règlement à l'examen, qui s'inscrit dans le cadre de la révision de la législation en matière de surveillance et de réglementation financière, la Commission propose un cadre unique, représenté par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), pour la gestion de la vente à découvert et des contrats d'échange sur risque de crédit (CDS) au sein de l'UE. Le CESE accueille favorablement cette initiative qui mettra fin à l'existence de régimes concurrents et apportera davantage de clarté à ce secteur du marché financier.

1.2 Le CESE estime qu'en règle générale, le libre fonctionnement des marchés dans un cadre réglementaire bien établi permet d'obtenir des résultats optimaux. Le CESE souligne le rôle important du cadre offert par l'AEMF. Dans des circonstances que l'AEMF considère comme défavorables, elle peut:

- interdire aux personnes de procéder à quelque vente que ce soit ou limiter la valeur de la vente;
- interdire aux personnes d'effectuer des ventes à découvert ou imposer des conditions à ces ventes;
- interdire de conclure des contrats d'échange sur risque de crédit se rapportant à des obligations souveraines;

— limiter la valeur des CDS se rapportant à des obligations souveraines;

— exiger la publication des informations sur les ventes à découvert.

1.3 De manière générale, le CESE est d'avis que ces pouvoirs devraient être exercés en premier lieu par les autorités compétentes des États membres. La coordination par l'AEMF des mesures prises dans les États membres correspond à une vraie nécessité et sera très bénéfique. Le CESE espère que l'intervention directe de l'AEMF aura un caractère exceptionnel, tel que prévu par l'article 24 du règlement.

1.4 Le CESE accueille favorablement la proposition visant à instaurer un cadre réglementaire qui donnerait aux autorités compétentes les pouvoirs leur permettant d'exiger davantage de transparence concernant les instruments couverts par le règlement. Au quotidien, un tel cadre sera bénéfique aussi bien pour les autorités de régulation que pour les investisseurs et les marchés. Au cas où une nouvelle intervention serait envisagée, nous pouvons espérer que les instances de régulation seront mieux informées que jusqu'ici.

1.5 Le CESE est favorable à la proposition d'officialiser, au sein d'un cadre harmonisé, le pouvoir d'imposer des restrictions temporaires à la vente à découvert dans les cas où la stabilité du marché est menacée. Le CESE note qu'il reste à définir des critères objectifs pour mesurer l'instabilité du marché. Le seuil de «baisse significative des prix» fixé actuellement à 10 % pourrait s'avérer trop bas pour certains instruments.

1.6 Sous réserve des considérations formulées au paragraphe 1.5 ci-dessus, le Comité ne pense pas qu'une interdiction catégorique de la vente à nu des CDS soit justifiée en toutes circonstances.

1.7 Le CESE considère que le système de règlement proposé pour la vente à découvert à nu pourrait être plus efficace s'il existait au moins une flexibilité intrajournalière pour couvrir les positions courtes. Le modèle des États-Unis, bien plus flexible, permettrait d'apporter les garanties nécessaires sans désavantager les opérateurs boursiers.

1.8 Le CESE soutient la proposition d'instaurer un régime de publication à deux niveaux applicable aux titres boursiers, s'agissant en premier lieu de notification privée et de publication ensuite. Ce régime permettra à la fois aux instances de régulation et aux marchés d'être informés de manière appropriée.

1.9 Le CESE émet des doutes quant à la disposition concernant le marquage des ordres de vente à découvert. Il s'agit d'une opération de grande complexité, dont l'utilité est contestable et qui représentera une charge pour toutes les plateformes de négociation de l'UE. D'autres mesures en matière de transparence semblent bien plus appropriées, comme celle consistant à confier le contrôle des marchés à l'AEMF et aux autorités compétentes.

1.10 Les contrats d'échange sur risque de crédit (CDS) liés aux obligations souveraines ont été au centre des inquiétudes de la zone euro lorsque la crise de la dette souveraine a éclaté. Le CESE est très préoccupé par les dimensions économique et sociale de cette crise, dont il estime qu'elle a été amplifiée par des ventes à nu de CDS. Pour cette raison, le Comité accueille favorablement la proposition de règlement et approuve l'avis qu'exprime la Commission dans les considérants (16) et (17) de l'exposé des motifs du règlement, selon lequel «la vente à découvert non couverte d'actions et de titres de la dette souveraine est parfois considérée comme exacerbant les risques de défaut de règlement et de volatilité. Les mesures relatives à la dette souveraine et aux contrats d'échange sur risque de crédit d'émetteurs souverains, notamment les mesures de transparence et les restrictions à la vente à découvert non couverte, devraient imposer des exigences proportionnées, tout en évitant d'affecter la liquidité des marchés d'obligations souveraines et de la pension livrée d'obligations souveraines».

1.11 En résumé, le CESE approuve le rôle régulateur de l'AEMF tel qu'il est défini dans le règlement. Une intervention excessive pourrait déstabiliser les marchés. Le CESE accueille favorablement les dispositions visant à assurer la transparence des marchés, qui, selon lui, devraient apporter des résultats très positifs. Le Comité est favorable à la plupart des dispositions techniques, à l'exception des préoccupations détaillées ci-dessus.

1.12 Compte tenu de la gravité des conséquences possibles pour tous les citoyens d'une dette souveraine hors de contrôle, le CESE attend de l'UE qu'elle joue un rôle de chef de file à l'échelle mondiale dans la gestion future de la dette souveraine.

2. Introduction

Vente à découvert

2.1 Le terme «vente à découvert» désigne la vente des actions qui sont empruntées plutôt que détenues par le vendeur. Les institutions qui prêtent des actions facturent une commission leur fournissant des revenus supplémentaires pour leurs fonds. L'emprunteur vend les titres en espérant que leur prix va baisser pour pouvoir en temps utile les racheter à un prix inférieur, de manière à les rendre au prêteur en faisant un bénéfice. La vente à découvert est manifestement une activité risquée. Le prêt de titres peut être convenu avant la vente (vente à découvert couverte) ou après la vente (vente à découvert non couverte ou «à nu»).

2.2 La vente à découvert peut être pratiquée pour diverses raisons. Étant donné que tant les titres individuels que le marché boursier dans son ensemble peuvent tout aussi bien baisser ou monter, un portefeuille d'actions conçu pour augmenter avec le marché (position longue) est susceptible de perdre de la valeur si le marché baisse. Ce type de portefeuille «long» peut être protégé par une composante «courte». Tandis que de nombreuses institutions n'ont que des positions «longues», d'autres peuvent n'avoir que des positions «courtes». La question de savoir si le portefeuille le plus spéculatif est le portefeuille long, pariant sur la hausse du marché ou le portefeuille court, pariant sur une baisse des prix, est sujette à discussion.

2.3 Un grand nombre de participants au marché ont recours à la vente à découvert, en commençant par les gestionnaires de fonds traditionnels, tels que les fonds de pension et les compagnies d'assurance, les banques d'investissement, les hedge funds et les teneurs de marché. Les investisseurs individuels peuvent également y faire appel dans le cadre de leur stratégie d'investissement. La vente à découvert est considérée comme une technique d'investissement légitime dans des conditions normales de marché.

2.4 Comme l'indique à juste titre la Commission, la vente à découvert est une pratique établie et courante sur la plupart des marchés financiers et ne doit pas être confondue avec l'abus de marché, qui fait l'objet d'une réglementation distincte de l'UE. La vente à découvert a plutôt des effets positifs sur les marchés financiers: notamment, elle améliore la détermination des prix, réduit le risque de bulles spéculatives et accroît la liquidité du marché.

2.5 En septembre 2008, dans les jours qui ont suivi la faillite de la banque Lehman Brothers, le Royaume-Uni a interdit la vente à découvert d'actions des sociétés financières cotées en bourse. Plusieurs autres pays, y compris les États-Unis, ont imposé des restrictions similaires, mais pour des périodes différentes. La nouvelle réglementation européenne permettra d'éviter que ne se reproduise un tel désordre des mesures prises.

2.6 La toxicité des dérivés de subprimes, la virulence du fléau et l'énormité de l'effondrement ont forcé les régulateurs à prendre des mesures, dont on peut toujours débattre des effets sur l'évolution de la crise. Quoi qu'il en soit, quand bien même il est difficile d'imaginer qu'un événement semblable se reproduise à l'avenir, il existe maintenant un cadre qui permet aux autorités de surveillance et de réglementation de réagir de manière appropriée.

Contrats d'échange sur risque de crédit

2.7 Les contrats d'échange sur risque de crédit (credit default swaps – CDS) sont des contrats dérivés liés à un titre de créance sous-jacent, comme les obligations de société et les obligations (souveraines) émises par l'État. Ils servent de protection contre le risque de défaillance de la dette en question. L'acheteur de la protection paie une prime trimestrielle (appelée «spread») au vendeur de la protection. Le spread d'un CDS constitue le montant à payer pour conserver le contrat et ce montant augmente au fur et à mesure que s'accroît le risque présumé de défaut de paiement de la dette sous-jacente.

2.8 En cas de défaillance de l'emprunteur, le vendeur de la protection paie à l'acheteur la valeur nominale de l'obligation en échange de sa livraison physique. Une défaillance peut prendre la forme d'un défaut de paiement, d'une restructuration ou d'une faillite. La plupart des CDS se situent dans la fourchette de 10 à 20 millions d'euros et ont des échéances allant d'un à dix ans. Un CDS s'assimile à une assurance crédit, bien que les CDS ne soient pas soumis à la réglementation en matière d'assurance.

2.9 Les investisseurs peuvent aussi acheter et vendre des protections sans détenir aucune des dettes assurées. Ces CDS «à nu» permettent aux traders de spéculer sur les émissions obligataires et la solvabilité de l'émetteur. Par exemple, si un fournisseur de General Motors avait eu des inquiétudes quant à l'insolvabilité potentielle de GM, un CDS à nu sur les obligations de GM aurait pu lui offrir une protection. De même, les investisseurs dans les dettes souveraines peuvent recourir aux CDS afin de créer des positions longues et courtes synthétiques pour les obligations sélectionnées, ce qui, dans certains cas, peut être la meilleure façon de constituer un portefeuille.

2.10 Il est important d'éviter la confusion entre les CDS à nu et la vente à découvert à nu de valeurs mobilières. En cas de vente à découvert à nu, la valeur mobilière empruntée est vendue, ce qui peut être problématique. Dans le cas d'un CDS à nu, il n'y a pas de vente. Un acheteur consentant a acheté à un vendeur consentant une option sur une obligation. Comme pour tout marché, un prix a été convenu. Le comportement de l'obligation sous-jacente déterminera quelle partie fera des bénéfices. La majorité des CDS sont des CDS à nu.

2.11 En mai 2010, l'Allemagne a annoncé une interdiction des ventes à découvert à nu des titres de certaines institutions financières allemandes et des obligations souveraines émises par

les pays de la zone euro. L'autorité de régulation a invoqué «l'extraordinaire volatilité du prix des obligations» pour justifier cette démarche, qui a pris de court les autres États membres et a déstabilisé les marchés. Comme dans le cas de la vente à découvert des titres, les nouvelles dispositions et les nouveaux pouvoirs de régulation de l'UE permettront d'éviter à l'avenir que ne se reproduisent de telles actions unilatérales et inattendues.

2.12 S'il est justifié de se focaliser sur les CDS, on risque cependant de ne traiter que les symptômes, mais non les causes du problème. L'origine du problème réside dans le dilemme politique et économique irrésolu d'une union monétaire confrontée à une crise de la dette. Ce dilemme a entraîné une incertitude économique. Les prêteurs doivent couvrir leurs risques. Les opportunistes cherchent à tirer profit de cette incertitude. Il est difficile de séparer les uns des autres. Il se peut que les banques profitent de la situation, mais les gouvernements de la zone euro leur donnent toute possibilité de le faire.

2.13 À la lumière de ce qui précède et compte tenu de la gravité des conséquences possibles pour tous les citoyens d'une dette souveraine hors de contrôle, le CESE attend de l'UE qu'elle joue un rôle de chef de file à l'échelle mondiale dans la gestion future de la dette souveraine.

3. Contenu essentiel du règlement

3.1 La proposition couvre les actions et les dérivés sur actions, les obligations souveraines et les dérivés sur obligations souveraines, ainsi que les contrats d'échange sur risque de crédit relatifs à des émetteurs souverains.

3.2 La proposition prévoit des obligations de transparence applicables aux personnes physiques ou morales (ci-après: *personnes*) qui détiennent des positions courtes nettes sur des actions ou sur des obligations souveraines admises à la négociation dans l'UE, ainsi qu'à celles qui détiennent, en raison d'un contrat d'échange sur risque de crédit, des positions importantes à l'égard de la dette souveraine de l'UE.

3.3 Pour les actions, un modèle de transparence à deux niveaux est proposé: à partir d'un certain seuil, les positions doivent faire l'objet d'une notification non publique aux autorités de régulation; au-delà d'un seuil plus élevé, le marché doit en être informé.

3.4 Au premier niveau, le seuil proposé est un pourcentage égal à 0,2 % du capital en actions émis. Au niveau supérieur, le seuil serait de 0,5 %.

3.5 En ce qui concerne la dette souveraine de l'UE, une déclaration non publique est requise en cas de:

- positions courtes nettes importantes sur la dette souveraine,
- positions non couvertes importantes sur un CDS relatif à une dette souveraine.

3.6 L'obligation de notification s'applique également aux positions courtes découlant de la négociation de gré à gré ou constituées au moyen de dérivés tels qu'options, contrats à terme, etc.

3.7 Par ailleurs, une obligation de marquage des ordres de vente à découvert sur l'ensemble des plateformes est proposée afin de permettre la publication quotidienne des informations sur le volume des ventes à découvert exécutées sur chaque plateforme.

3.8 Les personnes qui vendent des actions ou des obligations souveraines à découvert doivent, au moment de la vente, les avoir empruntées ou avoir conclu un accord leur permettant de les emprunter ou bien, avoir pris d'autres dispositions pour s'assurer que l'instrument puisse être emprunté, de sorte que le règlement puisse avoir lieu dans les délais prévus.

3.9 Lorsqu'une personne ayant effectué une vente à découvert n'est pas en mesure de fournir les actions pour le règlement à la date prévue, la plateforme de négociation se charge de racheter les actions pour mener à bien la vente et de récupérer les coûts auprès du vendeur. Le vendeur à découvert devra effectuer des paiements journaliers jusqu'à ce que la vente soit réglée.

3.10 Les délais de règlement diffèrent d'un territoire à l'autre. Globalement, la question du règlement reste à étudier.

3.11 Il peut être nécessaire, dans des circonstances exceptionnelles, d'interdire ou de restreindre les activités de vente à découvert qui, en d'autres temps, seraient légitimes ou ne représenteraient qu'un risque minime. Dans ces cas-là, les autorités compétentes devraient disposer de pouvoirs temporaires leur permettant d'exiger davantage de transparence ou d'imposer des restrictions au marché.

3.12 Sachant que ces mesures ont des conséquences à l'échelle européenne, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) aura deux rôles essentiels à jouer: coordonner les interventions des États membres et valider les restrictions imposées par chaque État, en ce qui concerne notamment la durée de ces restrictions.

3.13 Lorsqu'une situation a des implications transfrontalières et que l'AEMF estime que les mesures prises par l'autorité compétente ne sont pas appropriées, l'AEMF a le droit d'intervention prioritaire par rapport à l'autorité compétente nationale.

3.14 La Commission se voit conférer le pouvoir de définir plus en détail les critères et les facteurs qui doivent être pris en considération par les autorités compétentes et l'AEMF lorsqu'elles déterminent si des événements ou évolutions défavorables constituent une menace grave pour la stabilité financière ou pour la confiance des marchés.

3.15 Les autorités compétentes peuvent interdire très provisoirement la vente à découvert de différents instruments ou restreindre les transactions d'une autre manière afin de prévenir une baisse incontrôlée du prix. Ce pouvoir de «coupe-circuit» serait utilisé si des critères objectifs sont respectés.

3.16 La proposition confère aux autorités compétentes tous les pouvoirs nécessaires pour faire appliquer les règles qu'elle instaure. Les États membres devront prévoir des règles relatives aux mesures administratives, aux sanctions et aux mesures pécuniaires nécessaires à la mise en œuvre et à l'application des dispositions de la proposition.

Bruxelles, le 20 janvier 2011.

Le président
du Comité économique et social européen
Staffan NILSSON
