

An English version is
available after page 15.

**PUBLIC CONSULTATION
ON SHORT SELLING**

**Contribution de l'AMAFI
à la réflexion de la Commission européenne**

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

L'AMAFI considère cette initiative hautement souhaitable. Il est en effet urgent de parvenir à une harmonisation en ce domaine. D'une part, parce que l'existence de régimes nationaux plus ou moins différents sur cette question constitue aujourd'hui un frein à la politique d'intégration par ailleurs activement menée dans le domaine des activités de marché financier, en imposant des coûts et des lourdeurs administratives non négligeables à nombre d'acteurs des marchés financiers. D'autre part, parce que l'efficacité de dispositifs d'encadrement fragmentés est nécessairement moindre que celle d'un dispositif harmonisé au plan européen.

2. L'AMAFI partage particulièrement l'affirmation de la Commission européenne selon laquelle la pratique des ventes à découvert « *can be viewed as contributing to more efficient price discovery, increasing market liquidity, facilitating hedging and other risk management activities and helping to mitigate price bubbles and acting as an early indicator of problems relating to an issuer* ». Elle souligne que l'efficacité du processus de découverte des prix est un enjeu absolument central : 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 de leur point de vue, et ainsi de freiner, voire contrer, les phénomènes de bulle spéculative auxquels par nature les détenteurs de titres participent quant à eux.

Il n'en reste pas moins que, dans certaines situations de baisse prononcée et rapide du marché ou de forte volatilité de celui-ci, un encadrement de la pratique des ventes à découvert peut être opportun pour éviter que celles-ci n'amplifient et n'accélèrent indûment les baisses. Une action de régulation paraît en tout état de cause d'autant plus nécessaire qu'aujourd'hui les ventes à découvert sont fréquemment considérées par une large partie de l'opinion publique comme le reflet des dérives d'un système qui a déclenché la crise financière. L'impression que les ventes à découvert seraient insuffisamment encadrées par rapport à ce qui serait nécessaire participe ainsi du défaut de confiance dont souffrent actuellement les marchés financiers : en ce sens, ce défaut d'encadrement, même si ses bénéfices sont largement surévalués du point de vue de l'AMAFI, 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. C'est dans ce contexte que l'AMAFI souhaite contribuer à la réflexion de la Commission européenne, l'enjeu étant de 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.

SYNTHESE

L'AMAFI considère que la mise en place d'un régime européen unifié pour encadrer les ventes à découvert est hautement souhaitable, notamment pour restaurer la confiance.

Pour l'AMAFI, le régime des ventes à découvert européen doit s'articuler autour des axes suivants :

- La reconnaissance de l'utilité de la vente à découvert pour l'efficacité du processus de découverte des prix en permettant aux 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 de leur point de vue, et ainsi de freiner, voire contrer, les phénomènes de bulle spéculative auxquels par nature les détenteurs de titres participent quant à eux.
- L'interdiction formelle des ventes à découvert à nu, définies comme les situations dans lesquelles un donneur d'ordres 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.
- La possibilité pour le régulateur (en urgence au niveau national, dans la durée au niveau européen), dans les situations où la stabilité financière paraît menacée, de réduire temporairement la capacité à procéder à des ventes à découvert, en exigeant que, pour les catégories de titres qu'il aura définies, toutes les opérations de ventes à découvert effectuées dans un but d'arbitrage ne puissent être réalisées qu'en ayant préalablement emprunté les titres en question.
- La mise en place d'obligations de reporting au régulateur sur les positions vendeuses qui lui permette :
 - d'une part, d'apprécier les évolutions de marché et la nécessité d'utiliser des mesures d'encadrement complémentaires ;
 - d'autre part, de pouvoir réprimer efficacement d'éventuels abus de marché.
- La définition de mesures particulières pour les activités menées par les établissements financiers, conciliant l'impératif d'encadrement sans pour autant accroître les difficultés liées à l'exercice d'activités indispensables au bon fonctionnement de l'économie

L'AMAFI 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 qu'un certain nombre d'acteurs estiment que le cours est surévalué accroisse la nervosité du marché et enclenche un mouvement de baisse, voire ne l'amplifie ou l'accélère.

Enfin, l'AMAFI considère qu'au delà de la question des ventes à découvert et de la problématique de livraison des titres qui y est associée, l'Europe doit se doter d'un cadre réglementaire ambitieux d'harmonisation des procédures de règlement-livraison, avec en particulier un régime unifié en matière de procédures de rachat et de gestion des pénalités en cas de défaut de règlement-livraison.

A. SCOPE

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

4. Pour répondre à cette question, il est nécessaire de d'abord 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 cash¹ 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 transaction², cette date étant en règle générale de trois jours après la négociation.

L'observation que le marché a accepté pendant longtemps que certains vendeurs à découvert ne se mettent pas en mesure de respecter la date de livraison prévue contractuellement³ ne peut permettre de considérer cette situation comme « normale » : il y a ici un manquement aux obligations contractuelles qui doit être considéré de façon particulièrement attentive dans un contexte d'encadrement de la pratique des ventes à découvert (*v. infra § 20 et s.*).

A ce stade, l'AMAFI souligne que le régulateur français, l'Autorité des marchés financiers, a adopté en la matière une jurisprudence particulièrement rigoureuse au terme de laquelle il sanctionne le donneur d'ordres qui a pris 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 correspondants⁴.

- 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 ;

¹ Titres de capital et assimilés, titres de créances et assimilés, titres d'OPCVM.

² Contrat formé selon des modes différents selon qu'il est conclu sur un marché organisé ou par accord bilatéral entre les parties.

³ En ce cas, le vendeur à découvert arbitre entre le coût des pénalités qu'il doit supporter du fait de son défaut de livraison (procédures de rachat notamment) par rapport au gain qu'il espère de son arbitrage.

⁴ V. en ce sens, AMF, Com. des sanctions, 4 septembre 2008, Banque d'Orsay et autres : H. de Vauplane, J.-J. Daigre, J.-P. Bornet et B. de Saint Mars, Banque & Droit n° 122, novembre-décembre 2008, p. 25. V. également AMF, Com. des sanctions, 13 novembre 2008, Avendis Capital SA, Accent Tonique BV et Accent Grave BV : H. de Vauplane, J.-J. Daigre, J.-P. Bornet et B. de Saint Mars, Banque & Droit n° 125, mai-juin 2009, p. 29.

- D'autre part, la vente de l'actif sous-jacent que doit 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 directement 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. Et encore, en ce cas, ce n'est pas l'acheteur de la protection qui est formellement vendeur à découvert mais le vendeur de celle-ci. Au-delà, il s'agit donc en réalité de savoir si un produit dérivé offrant une protection en cas de baisse 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 protection⁵.

5. Dans le cadre ainsi rappelé, l'AMAFI 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 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 sévèrement 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 et de l'interdiction formelle de cette pratique qui devrait être mise en place selon l'AMAFI (*v. infra § 20 et s.*).

⁵ 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.

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

6. Par rapport à la segmentation précédemment décrite entre produits cash et produits dérivés (v. supra § 4), ni l'Option A, ni l'Option B ne peuvent être considérées 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, l'AMAFI considère que s'agissant du périmètre des mesures à prendre, celui-ci doit concerner par ordre de priorité :

- D'abord, la dette souveraine et les produits dérivés dont elle constitue l'unique ou le principal sous-jacent ;
- Ensuite, les actions des entreprises financières et les produits dérivés dont ces actions constituent l'unique ou le principal sous-jacent ;
- Enfin, et tant que de besoin, les autres actions admises sur un marché réglementé européen et les produits dérivés dont ces actions constituent l'unique ou le principal sous-jacent.

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

7. Cette question est très étonnante. L'encadrement des ventes à découvert n'a d'intérêt que par rapport à la possibilité de faire respecter cet encadrement. Il ne s'agit donc 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 qui ne sont pas soumises au droit européen.

A cet égard, il faut nécessairement souligner qu'il paraît à tout le moins peu envisageable d'appliquer les règles européennes à des personnes non européennes qui effectuent des opérations en dehors d'Europe au seul motif que ces opérations portent sur des titres admis sur un marché européen (v. aussi infra § Erreur ! Source du renvoi introuvable.). Au demeurant, une fois les opérations réalisées, comment appliquer une quelconque sanction aux personnes qui les ont effectuées ?

8. 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.

L'Europe doit notamment examiner de façon approfondie les conditions dans lesquelles un « blacklisting » des opérateurs hors de la juridiction des régulateurs européens pourrait être opéré lorsqu'ils ne respectent pas certaines règles d'intérêt public, comme la vente à découvert. En cas d'impossibilité en effet d'une telle solution a minima, les impératifs concurrentiels et le risque de déplacement en dehors de l'Europe d'activités critiques pour sa stabilité financière devront être considérés avec encore plus d'attention.

B. TRANSPARENCY

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

9. L'AMAFI est clairement en faveur de 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 (*v. aussi supra § 6*).

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?

10. V. § 9 ci-dessus.

(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?

11. La proposition formulée en matière de déclaration aux régulateurs n'appelle pas de remarque de la part de l'AMAFI. 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.

12. En matière d'information du marché en revanche, l'AMAFI est très réservée 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, l'AMAFI 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?

13. En matière de dette souveraine où les enjeux de stabilité financière se trouvent nécessairement renforcés, l'AMAFI 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 réserves en matière de publication.

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

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

15. L'AMAFI 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 (*v. infra § 38 et s.*), 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?

16. Dans les limites que prévoit le cadre juridique qui leur est applicable, les activités de marché primaire et de tenue de marché sont utiles au bon fonctionnement du marché. Pour apporter cette contribution au coût le plus bas, elles nécessitent de pouvoir être menées sans prise de risque excessive : or, de ce point de vue, l'intégration de ces activités dans un processus de publication à destination du marché⁶ est nécessairement de nature à accroître leur exposition à des comportements opportunistes d'autres acteurs. 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.

⁶ En revanche, la transparence en termes de reporting au régulateur n'est pas en discussion

En tout état de cause, les activités de marché primaire et de tenu 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.

17. Dans le cadre d'une exemption à une obligation de publication qui serait posée, l'AMAFI 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 la tenue de marché, certains régulateurs d'Etats membres ayant des approches assez sensiblement différentes de cette activité.

Cette mission doit être confiée à ESMA.

18. S'agissant par ailleurs, de la transparence en tant que reporting au régulateur, l'AMAFI 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?

19. L'AMAFI 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?

20. 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 « 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.

21. L'AMAFI 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. En effet :

- Si le vendeur à découvert a emprunté les titres avant de les vendre, la situation n'est aucunement critiquable. Détenteur des titres empruntés en portefeuille, il est alors parfaitement en droit de les vendre, et il est d'ailleurs juridiquement discutable de le considérer comme réalisant une vente à découvert⁷, dans la mesure où à ce stade, il ne peut être aucunement présumé qu'il ne sera pas en position de restituer les titres au prêteur à l'échéance.

⁷ En droit français, l'emprunteur de titres en est juridiquement le propriétaire, et il a la capacité d'exercer tous les droits liés à cette qualité, y compris le droit de vote (étant toutefois observé que la pratique conduit à restreindre généralement, mais par une clause contractuelle, l'exercice de ce droit de vote).

- Si le vendeur à découvert s'est « assuré » qu'il pouvait emprunter les titres, la situation est également difficilement critiquable. Certes, il ne détient pas les titres en portefeuille au moment où il les vend (ce qui correspond d'ailleurs pleinement à la définition de la vente à découvert), mais il s'est en revanche assuré a priori qu'il sera en mesure de respecter l'engagement de livraison résultant de la vente qu'il a conclue. De ce point de vue, cette situation correspond à la forme la plus parfaite et la moins discutable de vente à découvert.

22. Considérer que toutes les situations, autres que celles qui viennent d'être décrites relèvent de la vente à découvert à nu, n'est pas approprié dans la mesure où elles ne sont pas nécessairement des situations intolérables.

L'AMAFI estime que la frontière entre situations tolérables et intolérables doit suivre la ligne tracée par la jurisprudence du régulateur français (*v. supra § 4*) : sont inadmissibles les situations dans lesquelles un opérateur 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, 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, et donc réprimées en tant que telles.

23. 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.

24. 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.

(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?

25. Telles qu'elles ont été précédemment définies (*v. supra § 20 et s.*), les ventes à découvert à nu ne sont pas admissibles quel que soit l'instrument financier considéré.

(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?

26. Etant observé que l'on ne discerne pas ce qui est proposé par la Commission européenne concernant les « *naked CDS* », l'AMAFI ne pense pas que les pistes envisagées soient appropriées.

Les mesures doivent s'articuler autour d'un double axe :

- Etablir une distinction claire entre vente à découvert et vente à découvert à nu en suivant la frontière définie (*v. supra § 20 et s.*), et en prohibant expressément les ventes à découvert à nu.
- Mettre en place un dispositif qui, dans les situations où la stabilité financière paraît menacée, permet de réduire temporairement, pour les catégories de titres qui auront été définies⁸, la capacité à procéder :
 - à des ventes à découvert, en exigeant que toutes les opérations de ventes à découvert effectuées dans un but d'arbitrage ne puissent être réalisées qu'en ayant préalablement emprunté les titres en question ;
 - à des achats de protection via des produits dérivés lorsque l'acheteur de la protection ne détient pas le sous-jacent ou un sous-jacent dont l'équivalence est établie (*v. infra § 31*).

27. La notion de « ventes à découvert effectuées dans un but d'arbitrage » est importante. Ce sont ces opérations qui doivent être expressément visées dans la mesure où l'enjeu est d'abord d'éviter le phénomène d'accélération à la baisse que provoquent de telles ventes dans les périodes où la stabilité financière est menacée.

Cela signifie en revanche que les opérations de ventes à découvert que mènent les établissements financiers dans le cadre d'autres activités que l'arbitrage, comme la tenue de marché ou la couverture de produits dérivés, ne sont pas concernées. Leur devoir reste d'avoir l'assurance « raisonnable » d'être en mesure de livrer à l'échéance. Cette solution est nécessaire pour que ces activités puissent continuer à être menées avec la plus grande efficacité⁹.

⁸ La dette souveraine, les actions des entreprises financières, toutes les actions admises aux négociations sur un marché réglementé, ...

⁹ Les établissements financiers ont différents desk qui poursuivent des finalités différentes : il serait coûteux, et donc contreproductif, d'obliger ceux qui sont vendeurs à découvert à un instant T d'avoir préalablement emprunté les titres alors qu'en fin de journée, ils peuvent être acheteurs nets ; en tout état de cause, au niveau de l'établissement, la position d'un desk vendeur à découvert est peut-être en fait couverte par la position à l'achat d'un autre.

(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?

28. Telles qu'elles ont été précédemment définies (*v. supra § 20 et s.*), les ventes à découvert à nu ne sont pas admissibles par principe.

(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)?

29. 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.

L'AMAFI estime qu'il convient de dissocier clairement deux sujets :

- Le sujet des ventes à découvert qui doit être traité selon les axes précédemment définies, à savoir :
 - interdiction des ventes à découvert à nu telles que précédemment définies ;
 - exigence que le vendeur à découvert ait l'assurance raisonnable de pouvoir livrer à l'échéance ;
 - faculté temporaire d'interdire, tant les opérations de ventes à découvert effectuées dans un but d'arbitrage pour lesquelles un emprunt de titres n'a pas été préalablement réalisé, que les achats de protection via des produits dérivés lorsque l'acheteur de la protection ne détient pas le sous-jacent ou un sous-jacent dont l'équivalence est établie.
- Le sujet des défauts de livraison, pour lequel une harmonisation ambitieuse des règles, qui ne se résume pas la seule problématique des procédures de rachat¹⁰, est tout à fait souhaitable.

30. De manière générale, la question ainsi soulevée rejoint celle, beaucoup plus générale, de la définition d'un cadre juridique pour le post-marché, sur laquelle l'AMAFI a eu maintes fois l'occasion de regretter le manque d'ambition de la Commission européenne.

(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.

31. 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 ... ?

¹⁰ Mais englobe aussi l'indemnité que devrait devoir tout vendeur (y compris en OTC) qui n'est pas en mesure de respecter son engagement de livraison vis-à-vis de sa contrepartie.

En tout état de cause, au-delà de l'émotion publique et politique existante autour de cette question, qui peut aujourd'hui croire raisonnablement que les problèmes rencontrés dans la gestion de leur dette par certains Etats soient d'abord le fait de quelques spéculateurs plutôt que la résultante de la volonté des investisseurs finaux d'alléger substantiellement leurs positions sur une catégorie d'actifs qu'ils analysent négativement ... ?

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

32. 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 (*v. supra § 12*).

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?

33. L'AMAFI estime que les solutions qu'elle a précédemment développées sont raisonnables en termes d'évaluation coûts / bénéfices. Elles répondent à l'attente forte aujourd'hui exprimée en assurant l'interdiction des ventes à découvert à nu qui ne sont plus tolérables et en permettant un encadrement renforcé de manière temporaire lorsque les impératifs de stabilité financière l'exigent. Pour autant, ces solutions laissent la possibilité à la vente à découvert de jouer pleinement son rôle dans l'efficience du processus de formation des prix.

D. EXEMPTIONS

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

34. Pour les raisons déjà exposées, l'AMAFI est nécessairement en faveur d'une exemption pour la tenue de marché (*v. supra § 16 et 27*).

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 (*v. supra § 27*). Il est absolument indispensable dans ce contexte que, comme cela a déjà été souligné (*v. supra § 17*), 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?

35. A l'heure actuelle, le marché des titres pour lesquels peuvent exister des enjeux de stabilité financière en Europe reste en Europe. De ce point de vue, la question ne semble pas très pertinente, et il est généralement renvoyé à ce qui a déjà été indiqué (*v. supra § 7 et 8*).

Plus globalement, cette question toutefois met en relief l'aspect concurrentiel, 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?

36. 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?

37. Par rapport à l'objectif central qui doit être poursuivi, l'AMAFI 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* ».

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

38. L'AMAFI 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 instrument 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 (*v. supra § 37*) 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, l'AMAFI 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.

39. 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?

40. 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?

41. 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%)?

42. 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)?

43. 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?

44. 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?

45. 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 (*v. supra § 12*).

G. GLOSSARY OF DEFINITIONS

(30) Do the definitions serve their intended purpose?

46. La notion de vente à découvert devrait être définie comme indiqué précédemment (*v. supra § 4*).

La notion de vente à découvert à nu devrait également être définie comme indiqué précédemment (*v. supra § 20 et s.*).

PUBLIC CONSULTATION ON SHORT SELLING

AMAFI's contribution to the European Commission consultation

1. The European Commission issued a consultation paper on 2 June 2010 describing the various proposals for regulations on short selling and for introducing harmonised rules in Europe.

In AMAFI's view, this initiative is most welcome. Harmonisation in this area is urgently needed. First, because different short selling rules in different countries impose significant costs and administrative burdens on many financial market participants and are hampering action to implement the integration policy for financial market activities. Secondly, because fragmented domestic regulatory systems are bound to be less effective than a harmonised system for Europe.

2. More specifically, AMAFI agrees with the European Commission's assertion that short selling "*can be viewed as contributing to more efficient price discovery, increasing market liquidity, facilitating hedging and other risk management activities and helping to mitigate price bubbles and acting as an early indicator of problems relating to an issuer*". AMAFI stresses the critical importance of an efficient price discovery process. Short selling is the only way for persons who have not bought a security beforehand to contribute to the process by effectively expressing their opinion that the security is overvalued. Short selling enables these persons to impede or even halt the formation of speculative bubbles, whereas investors who actually hold the security participate in the formation of such bubbles.

Nevertheless, in some situations where prices are falling rapidly or markets are very volatile, regulation could be timely to prevent short selling from amplifying or accelerating price falls unduly. Action to regulate shorting is particularly necessary today because a broad swath of public opinion frequently considers that short selling reflects the excesses of a system which triggered the financial crisis. The perception that short sales are inadequately regulated fuels the current lack of confidence in financial markets. Even though AMAFI thinks that the benefits of such regulation are vastly overstated, the perceived lack of regulation is delaying the recovery of the markets' ability to provide optimum financing for the economy and thus play their full role in the economic recovery.

3. Under these circumstances, AMAFI would like to contribute to the European Commission's consultations. The goal is to define measures that satisfy the high expectations expressed and, at the same time, preserve the vital contribution that short selling makes to the efficiency of the price discovery process.

EXECUTIVE SUMMARY

AMAFI considers that introducing a unified European regime to regulate short selling is highly desirable, especially in order to restore confidence in markets.

In AMAFI's view, the regime should be based on the following priorities:

- Acknowledging that short selling is useful for efficient price discovery because it allows persons who have not bought a security beforehand to contribute to the discovery process by effectively expressing their opinion that the security is overvalued, thereby impeding or even halting the formation of speculative bubbles, whereas investors who actually hold the security participate in the formation of such bubbles.
- Formally banning naked short selling, defined as situations where a market participant takes short positions without “reasonable” assurance, backed up by securities lending agreements, for example, of being able to deliver the relevant financial instruments on time.
- Giving regulators the possibility (in an emergency at national level and for an extended period at European level) to temporarily restrict short selling of specified categories of securities if financial stability may be in jeopardy. This would consist in banning short sales for arbitraging purposes unless the securities concerned have been borrowed beforehand.
- Introducing requirements to report short positions to the regulator so that it can:
 - assess market developments and determine whether additional regulatory measures are needed, and
 - effectively curb market abuse.
- Deciding on a special regime for the activities of financial institutions in order to accommodate the need for regulation without making it harder for these firms to carry on their business, which is vital to a properly functioning economy.

By contrast AMAFI has serious reservations about measures to make short positions public. If the main aim is to respond to situations where financial stability is under threat, disclosure of information showing that a number of market participants feel that prices are too high is bound to make markets more nervous and trigger price falls, or amplify and accelerate such falls.

Lastly AMAFI considers that, aside from the question of short selling and the associated issue of delivery, Europe should adopt an ambitious regulatory framework for harmonising settlement procedures, notably a set of uniform rules for buy-ins and the management of penalties for settlement defaults.

A. SCOPE

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

4. Before answering this question, we need to define exactly what we mean by short selling, which varies depending on whether we are talking about cash¹¹ products or derivatives.

- Cash market products

Short selling means selling a product before acquiring it. However, short selling does not in any way mean that the seller is not required to deliver the securities on the date specified in the contract¹² for the transaction. As a general rule, the delivery date falls three days after the trade date.

The fact that, for a long time, markets were willing to let some short sellers not be in a position to meet the delivery date set out in the contract¹³ cannot be taken as a sign that this situation is “normal”. It is a failure to comply with contractual obligations that calls for very careful consideration as part of the regulation of short selling (*see § 18 et seq*).

At this stage, AMAFI stresses that the French regulator, the Autorité des Marchés Financiers, has shown great rigour in its decisions penalising traders that take short positions without a “reasonable” assurance, backed up by securities lending agreements for example, of being able to deliver the relevant financial instruments on time¹⁴.

- Derivatives.

The use of the term “short selling” applied to derivatives appeared recently during the Greek crisis, where credit default swaps (CDS) were blamed for triggering a very sharp drop in Greece’s sovereign debt and driving up its refinancing costs on the markets.

However, treating the use of CDS in the Greek case as short selling means extending the concept, and this raises two issues:

- the use of derivatives to hedge an underlying asset that the hedge buyer does not actually own;
- the sale of the underlying asset that the hedge seller must make to hedge the risk it incurs by selling the derivative.

¹¹ Equity securities, debt securities, mutual fund shares/units.

¹² Contract-making procedures are not the same on organised markets as for bilateral agreements between the parties.

¹³ In this case, the short seller can choose whether or not to deliver on the basis the cost and penalties of a delivery failure (buy in procedures) and the expected arbitraging gain.

¹⁴ See AMF Enforcement Commission decision of 4 septembre 2008, Banque d’Orsay et autres: H. de Vauplane, J.-J. Daigre, J.-P. Bornet and B. de Saint Mars, *Banque & Droit* n° 122, November-December 2008, p. 25. See also AMF Enforcement Commission decision of 13 November 2008, Avendis Capital SA, Accent Tonique BV et Accent Grave BV : H. de Vauplane, J.-J. Daigre, J.-P. Bornet et B. de Saint Mars, *Banque & Droit* n° 125, May-June 2009, p. 29.

In this case, short selling a derivative can only be directly compared to short selling of cash market products insofar as the hedge seller also sells the underlying asset on the market before acquiring it. Also, it is the hedge seller, and not the hedge buyer, that is strictly speaking the short seller in this case. Ultimately, the real question is whether the use of a derivative for hedging a loss on an underlying asset should be restricted to those who actually hold the underlying asset in their portfolio.

Nevertheless, the fact remains that market participant can use a derivative to achieve the same result as short selling the underlying asset. The participant is making the same “bet” that the product is overvalued. And it leads the hedge seller to sell the underlying asset to cover its risk. However, the number of securities sold in this case is only a more or less large percentage of the total number of securities covered by the hedge¹⁵.

5. With this in mind, AMAFI generally agrees with the European Commission’s introductory comments stating, *“It appears however that in some situations [short selling] can be used in an abusive fashion to drive down the price of financial 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 naked short sales there may be an increased risk of settlement failures and price volatility.”*

However, several points need to be stressed.

- Short selling in itself does not constitute market abuse, but there are situations where it can be a means of committing abuse. Such cases must be severely punished under the existing market abuse rules, but it must first be determined whether supervisory authorities have adequate information to detect such abuses.
- The main risk associated with short selling is that it can amplify and accelerate price falls and create volatility in skittish markets. However, observing that sudden downward market adjustments sometimes occur is not an adequate argument for regulation. It seems that what we must look at is a succession of sudden adjustments, which is often a feature of crises and could pose a threat to financial stability.
- The issue of asymmetrical information regarding short selling calls for clarification, since it does not seem to be related to market abuse or threats to financial stability. The nature of the underlying issue is not apparent.

Similarly, the link between naked short sales and volatility also needs to be explained, particularly with regard to the reformulation of the definition of the notion of naked short selling that is also being proposed and the strict ban on this practice that the AMAFI thinks is needed (*see § 20 et seq.*).

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

6. Neither Option A nor Option B can be deemed to be suitable with regard to the segmentation described above between cash market products and derivatives (see section 4). The measures need to be adapted for each of these two categories of products, since the circumstances are radically different.

¹⁵ Depending on the situation of the protection seller and its risk hedging needs, which can be offset to differing degrees against transactions executed elsewhere.

In any event, AMAFI feels that the scope of the measures to be taken needs to cover the following, in order of priority:

- First, sovereign debt and the derivatives relating to it;
- Then, shares in financial undertakings and derivatives relating to them;
- Finally, and as needed, other shares admitted to trading on a regulated European market and derivatives related to them.

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

7. This is an astonishing question. Regulation of short selling is pointless without the possibility of enforcement. Therefore, it is not a matter of whether European rules can be applied outside Europe under certain circumstances, but how such rules can be applied to parties and transactions that are not subject to European law.

It seems highly unlikely that European rules can be applied to non-Europeans carrying out transactions outside of Europe solely on the grounds that the transactions in question involve securities that are admitted to trading on a European market (see § 33). Furthermore, how can any penalties be imposed on persons carrying out transactions, once the transactions have been completed?

8. This problem is particularly blatant in with regard to derivatives. It highlights the need for greater international coordination in this area so that the regulations imposed in Europe do not create business opportunities for market participants that are not subject to European regulations and undermine the objective of preserving financial stability.

More specifically, Europe needs to take a very close look at how “blacklisting” of participants beyond the reach of European regulators could be implemented when such participants do not comply with certain public interest rules, such as short selling. If such a backstop solution is not feasible, competitive imperatives and the risk of activities that critical for Europe’s financial stability being moved offshore need to be considered even more carefully.

B. TRANSPARENCY

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

9. AMAFI clearly prefers Option B. Once again, the priority is to regulate very specific situations where short selling is deemed to be a threat to financial stability. In this respect, the priority is on sovereign debt instruments, followed by shares, and, in practice, on shares in financial corporations, which play a key role in preserving financial stability, as shown by the global action taken in the fourth quarter of 2008 (see § 6).

Disclosure requirements for participants in bond markets are bound to carry financial costs and impose an administrative burden. Option A does not seem to offer enough benefits to outweigh these costs. Of course, our preference for Option B will have to be re-examined if events show that short selling practices have developed for other financial instruments and become a threat to financial stability.

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

10. See § 9.

(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?

11. The AMAFI has no remarks to make about the proposal for notification to regulators. Supervisory authorities need to have a clear view of positions taken to be able to perform their duty to fight market abuse.

If the notification requirements are to achieve their objectives, however, the practical requirements for notification need to be harmonised with regard to the definition of a net short position, notification deadlines, etc. This means that this task will clearly have to be given to ESMA. It also seems to be a very good idea for the notifications to be produced by each corporate entity, without any consolidation of positions within groups. This is the only way to ensure a clear view of the actual market situation, given that different entities within a group may legitimately be pursuing different objectives that will not be apparent in a consolidated position notification.

12. On the other hand, AMAFI has serious reservations about market disclosure and feels that further discussion is absolutely essential with respect to two aspects:

- First, the key objective is to respond to situations where financial stability is under threat, and rightly so. Yet, public disclosure of information showing that a number of market participants feel that prices are too high is bound to make markets more nervous and trigger price falls, or amplify and accelerate those falls.
- Secondly, under “normal” market conditions, where short sellers merely play their natural role in the price discovery process, disclosure of this information, which should be discounted in prices anyway, might create a risk for them with regard to the market or trigger purely opportunistic “copycat” short selling, thus increasing volatility and triggering or amplifying price falls, as in the previous case.

At this point in its analysis, AMAFI feels that there are very great risks involved in disclosing this information and that the benefits of doing so have yet to be determined.

(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?

13. With regard to sovereign debt, where financial stability is more clearly at stake, AMAFI has no reason to take a different position from its stance with regard to shares.

Therefore, it is in favour of the proposals regarding notification to the regulators and it has the same reservations regarding public disclosure.

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

14. Other than our reservations about public disclosure, AMAFI has no remarks to make about the proposals.

15. On the other hand, AMAFI questions the value of an arrangement under which each competent authority will provide “*summary information to ESMA at least quarterly about net short positions in markets for which it is the relevant competent authority.*”

While it is critical for ESMA to have the power to act in an emergency, when short selling appears to threaten financial stability (*see § 38 et seq.*), the process considered here seems to be very bureaucratic. What could ESMA contribute on the basis of this quarterly information?

(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?

16. Subject to the legal limits applying to them, primary market activities and market making are helpful for orderly market operation. To make their contribution at the lowest cost, it must be possible to engage in these activities without excessive risk-taking: yet, in this respect, including these activities in a market disclosure process¹⁶ is bound to increase their exposure to opportunistic moves by other market participants. This risk is not limited to sovereign debt securities; it concerns all of the instruments that could be subject to disclosure requirements, and the intensity of the risk is directly linked to the liquidity of the instrument in question and the number of participants performing primary market and market making functions with regard to the instrument.

In any event, primary market activities and market making are covered by special rules, which means that a waiver would be all the more debatable, since market regulators can always make sure that these activities are not being carried out for purposes other than those normally associated with them.

17. If an exemption from disclosure requirements is made, AMAFI stresses that it is critical to have a common and very specific definition at the European level of the activities eligible for the exemption. This is particularly the case for market making, since some of the Member States’ regulators have substantially different approaches to this activity.

This task should be given to ESMA.

18. As regards transparency and notification to regulators, AMAFI notes that the issue is not so much a matter of exemptions as an adaptation of the rules to ensure that useful data are provided to regulators.

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

19. AMAFI is unable to provide specific information on this point.

¹⁶ This discussion does not concern transparency in terms of notification to regulators.

C. UNCOVERED SHORT SALES

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

20. Generally speaking, public opinion is very negative about short selling, ignoring its benefits and exaggerating its drawbacks. The term “naked short sale” is generally used to stigmatise a form of short sale that is deemed to be particularly unacceptable.

Under these circumstances, it is the regulatory authorities’ responsibility, and more particularly the responsibility of the European Commission, not to reinforce the existing confusion by giving a definition of short selling that is not centred exclusively on practices that are actually open to criticism.

21. AMAFI, therefore, thinks that naked short sales cannot be defined as the situation where, “*the seller has not borrowed the securities when the short sale occurs or ensured that they can be borrowed*” as proposed by the European Commission. In fact:

- If the short seller has borrowed the securities before selling them, the situation is not open to criticism. As the seller holds the borrowed securities, he is perfectly entitled to sell them, and it is debatable, from a legal point of view, to say that the seller is making a short sale¹⁷ since, at this point, there is no reason to presume that the seller will not be able to return the securities to the lender on time.
- If the short seller has “ensured” that he can borrow the securities, it is also hard to see how the situation is open to criticism. He may not have the securities when he sells them, which is fully consistent with the definition of short selling, but he has ensured that he will be able to meet the obligation to deliver the securities arising from the sale he has made. In this respect, the situation described corresponds to the most perfect and least controversial form of short sale.

22. It is not appropriate to deem that all other situations, except the ones just described, are naked short sales since they are not necessarily unacceptable.

AMAFI thinks that the borderline between acceptable and unacceptable should follow the line drawn by the decisions of the French regulator (see § 4): situations where a market participant takes short positions without “reasonable” assurance, backed up by securities lending agreements, for example, of being able to deliver the relevant financial instruments on time are unacceptable. These situations are unacceptable because they enable the participant to make a decision on the basis of the economic value that a delivery failure represents for him to the detriment of smooth market functioning and the general interest.

These are the only situations that should be qualified as naked short sales and banned as such.

23. On the other hand, if naked short sales are defined in this way, it means that all of the situations where the short seller has “reasonable” assurance of being able to deliver the financial instruments sold on time are then covered by the definition of ordinary short sales.

¹⁷ Under French law, the borrower is the legal owner of the securities and can exercise all the rights attaching to ownership, including voting rights (but in practice, exercise of voting rights is generally restricted by a contractual clause).

This includes the situation described above, where the seller has previously ensured that he could borrow the securities. But the definition also includes situations where the seller has no reason to doubt that he will be able to either purchase the securities and take delivery of them in time to meet his own delivery deadline, or else borrow them in order to be able to deliver them. In this case, the notion of “reasonable” could be seen as leaving the market participant undue latitude for making his own assessment. This is not the case however, quite the contrary in fact. When analysed after the fact, “reasonable” assurance makes it possible to consider, not just the data that the participant had in terms of his capacity to meet his payment and delivery obligations, but also the data that he should have considered in his capacity as a short seller, especially in the case of a market professional.

24. Designating a short sale as a naked sale calls for different analyses of situations where the market participant, without first making sure of his capacity to buy or borrow securities:

- had no reason to doubt that such a purchase or loan would be possible given the possibilities of the market;
- could not be unaware that, given the volume of short selling and/or the possibilities of the market, he would not be able to buy or borrow the securities.

(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?

25. As defined above (see § 20 et seq.), naked short sales are not acceptable for any financial instrument.

***(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?***

26. Given that we cannot discern what the European Commission is proposing concerning “naked” CDS, AMAFI does not think that the rules under consideration are appropriate.

Measures should incorporate two thrusts:

- Making a clear distinction between short sales and naked short sales along the lines defined (see § 20 et seq.), and explicitly banning naked short sales.
- Establishing a system for situations where financial stability is under threat that restricts the following activities for predefined categories¹⁸ of securities:
 - short sales, by requiring that the securities concerned be borrowed beforehand for all short sales carried out for arbitrating purposes;
 - buying hedges using derivatives if the hedge buyer does not hold the underlying asset or an asset recognised as equivalent (see § 31).

¹⁸ Sovereign debt securities, shares in financial undertakings, all shares admitted to trading on a regulated market, etc.

27. The notion of “short sales carried out for arbitraging purposes” is important. These are the transactions that need to be explicitly mentioned since the point is to prevent such short sales from accelerating price falls when financial stability is under threat.

However, this means that short sales by financial institutions for purposes other than arbitraging, such as market making or hedging derivatives, are not concerned. Their duty is still to have “reasonable” assurance of being able to deliver on time. This solution is necessary so that these activities can still be carried out as efficiently¹⁹ as possible.

(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?

28. As defined above (see § 20 et seq.), naked short sales are not acceptable on principle.

(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)?

29. Special buy-in procedures for naked short sales can be considered. However, this is a complex solution that calls for a link to be made between a specific transaction and a buy-in procedure. This complexity is further exacerbated by the fact that buy-in procedures are actually handled by clearinghouses, which are not only unable to identify every single transaction (particularly OTC trades) but which operate in terms of net balances. Delivery failure by a short seller may have no impact or a minor impact on the net balances of securities delivered through the clearinghouse.

AMAFI thinks that the two issues must be clearly separated:

- The issue of short sales should be dealt with along the lines defined above, to wit:
 - a ban on naked short selling as defined above;
 - a requirement that short sellers have reasonable assurance of being able to deliver on time;
 - the option to impose a temporary ban on both short sales carried out for arbitraging purposes where a securities lending agreement has not been concluded beforehand and buying hedges using derivatives if the hedge buyer does not hold the underlying asset or an asset recognised as equivalent.
- The issue of delivery failures, which calls for an ambitious harmonisation of the rules and involves more than just buy-in procedures²⁰.

30. Generally speaking, this issue is part of the much larger issue of defining a legal framework for post-trade activities. AMAFI has often regretted the European Commission’s lack of ambition in this area.

¹⁹ Financial institutions have different desks working for different ends. It would be very costly and, consequently, counterproductive to require desks that are short sellers at a given time T to borrow securities beforehand when they may end up with a long position at the end of the day. In any event, the short position of one desk may actually be offset by the long position of another desk.

²⁰ It also encompasses the compensation that any sellers (including sellers in OTC transactions) that are unable to deliver must pay to their counterparties.

(16) Do you consider that there should be permanent limitations or a ban on entering into uncovered 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.

31. Permanent limitations or a ban on naked CDS would have an impact that is disproportionate to the actual problem. Restricting the purchase of hedges for sovereign debt to holders of said sovereign debt is an extreme oversimplification of the economic uses of naked CDS. Need it be pointed out that sovereign debt CDS are not only used to hedge the risks linked to the issuing government; they are also used to hedge risk exposure to other counterparties with profiles that are deemed to be similar?

In any event, looking beyond the public and political emotion stirred up by this matter, who can reasonably believe today that the problems that some governments are having managing their debt can be blamed firstly on a handful of speculators and that these problems do not result from end investors' desire to substantially reduce their positions in a category of assets on which they are negative?

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

32. Such marking would only be helpful in terms of providing market information. That being the case, it is part of the issues previously discussed in this area (see § 12).

Such marking would call for costly development work and we must make sure that it would produce adequate benefits, which is far from certain.

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

33. AMAFI feels that the solutions that it discusses above are reasonable in terms of cost/benefit analysis. They respond to the strong expectations being expressed by banning naked short sales that are no longer acceptable and by making it possible to impose tighter regulation temporarily when financial stability imperatives require it. And yet, these solutions make it possible for short selling to play its full role in an efficient price discovery process.

D. EXEMPTIONS

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

34. For the reasons explained above, AMAFI is clearly in favour of an exemption for market making activities (see § 16 and 27).

Furthermore, market making should not be the only activity to benefit from an exemption. All activities of European financial institutions, other than arbitraging, (see § 27) should benefit. Under these circumstances, it is absolutely essential for the definitions of the exempt activities to be harmonised at the level of ESMA, as stressed above (see § 17).

(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?

35. At present, the only securities markets that could affect financial stability in Europe are still in Europe. From this perspective, the question does not seem very relevant and has already been dealt with above (*see § 7 and 8*).

At a more global level, however, this question raises the competitive issues relating to activities that can be carried out outside of the European Union.

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

36. The justification for exemptions is based on their beneficial effects for smooth functioning of the markets.

E. EMERGENCY POWERS OF COMPETENT AUTHORITIES

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

37. AMAFI feels that, given the central objective being pursued, it is appropriate to base the use of emergency powers on the definition proposed by the European Commission, to wit: "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".

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

38. AMAFI thinks that the European Commission's proposal is appropriate. Even though AMAFI has reservations about including other instruments than shares, bonds and CDS on sovereign debt, it feels that the conditions for using these emergency powers (*see § 37*) are likely to restrict their use to certain types of financial instruments (primarily sovereign debt securities and shares in financial institutions).

However, AMAFI does not think that the procedures for using these emergency powers are appropriate, given the importance of European harmonisation. AMAFI proposes the following sequence:

- Each Member State's competent authority must be able to use the emergency powers for a limited period (2 or 3 weeks at the most), which can be renewed once. Under these circumstances, prior notification to ESMA would be desirable, but not mandatory.
- ESMA should have the powers stipulated by the European Commission, but it should also have:
 - the right to extend the measures taken by one Member State to other Member States;
 - the sole power to extend measures beyond the limited period of 4 to 6 weeks within each Member State's power.

39. This “transfer” of powers to ESMA seems to be necessary in any event in the case of countries in the euro area because it is hard to conceive of assessing their financial stability other than collectively.

From this perspective, we should discuss the conditions for ESMA’s decision-making. Only authorities from the euro area should have a vote.

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

40. As pointed out above, the time limit on restrictions imposed by Member States should be much shorter than the one proposed by the European Commission. Member States’ powers should be for dealing with emergencies only, since ESMA has the sole power to prolong restrictions for long periods.

Under these circumstances, consideration could be given to allowing ESMA to impose restrictions for 6-month periods, which can be extended at a minimum of 15 days’ notice.

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

41. The best way to ensure greater cooperation is to have decisions made at the level of ESMA, once the immediate emergency has passed.

(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%)?

42. This proposal cannot be accepted since there are already arrangements in place for suspending trading in order to deal with such situations in the best interests of the market. It could unduly affect the role of short sales in the price discovery process.

In any event, it is hard to conceive of an individual share’s situation being such a great threat to financial stability that it warrants the use of the emergency powers.

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)?

43. The answer must be yes, since the key criterion is the threat to financial stability.

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

44. The successful implementation of the new system is directly dependent on the authorities' ability to detect situations that warrant special investigation by their staff, especially with regard to a short seller's reasonable assurance of being able to deliver the securities on time.

Consequently, the proposed notification rules are critical in this respect.

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

45. It is especially critical for ESMA to promote harmonised interpretation of what constitutes reasonable assurance of being able to deliver securities on time for a short seller. ESMA must also specify the definition of activities, such as market making, that benefit from special measures or exemptions, along with the practical procedures for notification to regulators and, where appropriate, public disclosure to markets, if the latter is required, despite the questions that it raises (see § 12).

G. GLOSSARY OF DEFINITIONS

(30) Do the definitions serve their intended purpose?

46. "Short sale" should be defined as indicated above (see § 4).

"Naked short sale" should also be defined as indicated above (see § 20 et seq.).