



Bruxelles, le 13.12.2013  
COM(2013) 885 final

**RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL**

**concernant l'évaluation du règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert et  
certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit**

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

# RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

## concernant l'évaluation du règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

### 1. INTRODUCTION

Le présent rapport au Parlement européen et au Conseil (ci-après dénommé le «**rapport**») présente une évaluation du règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (ci-après dénommé le «**règlement**»). Dans son article 45, ce règlement fait obligation à la Commission européenne de faire rapport au Parlement européen et au Conseil concernant le caractère approprié et l'incidence de certaines de ses dispositions. Le présent rapport passe en revue les différents points énumérés audit article 45.

Ce rapport a été élaboré à la lumière des discussions tenues avec les autorités compétentes et l'AEMF. Le 22 octobre 2012, la Commission a chargé officiellement l'AEMF de procéder à une analyse quantitative des données disponibles concernant la vente à découvert et à une consultation des autorités compétentes et des acteurs du marché. Sur la base de ces travaux, l'AEMF a publié le 3 juin 2013 son avis technique sur l'évaluation du règlement sur la vente à découvert (ci-après le «**rapport de l'AEMF**»).<sup>1</sup>

### 2. CARACTERE APPROPRIE DES PROCEDURES DE NOTIFICATION ET DE PUBLICATION

#### 2.1. Notification et publication des positions courtes nettes importantes sur des actions

Selon les conclusions de l'AEMF, on a dénombré, entre le 1<sup>er</sup> novembre 2012 et le 28 février 2013, 12 603 notifications aux autorités compétentes, dans 18 États membres, relatives à 970 actions différentes. Il est à noter que 74 % de ces notifications étaient inférieures aux seuils de 0,2 % et 0,5 %; les 26 % restants étaient supérieures à 0,5 % et ont donc fait l'objet d'une publication. Durant cette période, seules quelques entités détenaient une position courte sur un grand nombre d'actions, 75 % d'entre elles se limitant à 7 actions différentes au maximum. Les positions courtes détenues étaient assez concentrées puisque dix entités détenaient plus de 28 % de toutes les positions déclarées au cours de la période (rapport de l'AEMF, points 17 et 19).

L'AEMF considère que les seuils actuels du règlement sont adaptés en ce qu'ils sont source d'informations utiles pour les autorités compétentes et les marchés et ne représentent pas une contrainte disproportionnée pour les investisseurs. L'AEMF considère que les seuils de notification et paliers supplémentaires successifs actuels concernant les actions sont appropriés et devraient rester inchangés (rapport de l'AEMF, points 31 et 32).

La Commission partage l'avis de l'AEMF sur le fait que les seuils de notification et de publication des positions courtes nettes importantes sur actions semblent être fixés au bon niveau et appropriés et elle ne voit pas, à ce stade, de raison impérieuse de les modifier ni de changer la méthode de calcul des positions courtes nettes sur actions.

---

<sup>1</sup> Rapport final. Avis technique de l'AEMF sur l'évaluation du règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit. ESMA/2013/614.

## **2.2. Notification des positions courtes nettes importantes sur la dette souveraine et notification des positions non couvertes sur les contrats d'échange sur défaut souverain (CDS souverains)**

L'AEMF a établi qu'entre le 1<sup>er</sup> novembre 2012 et le 28 février 2013, seul un petit nombre de notifications (148) avaient été faites aux autorités compétentes concernant 13 entités souveraines dans 11 États membres. 26 personnes ont déclaré 39 positions courtes, qui ont fait l'objet de 109 modifications durant la période (rapport de l'AEMF, points 50 et 51).

L'AEMF considère que le très faible nombre de notifications reçues en rapport avec la dette souveraine, comparé au nombre de notifications concernant des actions, pourrait signifier que le seuil a été fixé à un niveau trop élevé ou s'expliquer par le recours à une méthode d'ajustement utilisant la durée. L'AEMF considère que la méthode nominale est plus appropriée que ce type d'ajustement pour le calcul des positions courtes nettes sur instruments de dette souveraine et suggère, si la pratique de l'ajustement devait se maintenir, de revoir en conséquence les seuils initiaux. L'AEMF propose également de passer à une révision annuelle au lieu de l'actuel réexamen trimestriel (rapport de l'AEMF, point 52 et points 57 à 59).

La Commission prend note du niveau relativement peu élevé des notifications de vente à découvert relatives à la dette souveraine par rapport au nombre de notifications reçues concernant des actions, ainsi que des avantages et des inconvénients des deux méthodes considérées. Toutefois, vu le court laps de temps qui s'est écoulé depuis l'application du règlement sur la vente à découvert et l'insuffisance de données qui en résulte, la Commission ne voit pas, à ce stade, de raison impérieuse justifiant de modifier le dispositif du règlement dans ce domaine.

## **3. INCIDENCE DES OBLIGATIONS DE PUBLICATION INDIVIDUELLE**

L'AEMF rapporte que 224 personnes ont rendues publiques 1090 positions courtes détenues sur 427 actions, l'essentiel de ces publications émanant du Royaume-Uni, suivi par la France et la Suède. Parmi les 3 508 notifications publiées par ces 224 entités, 90 % provenaient de porteurs domiciliés au Royaume-Uni ou aux États-Unis, et les dix plus grandes entités représentaient 37,5 % de ces notifications publiées (rapport de l'AEMF, pp. 60 à 62).

Les autorités compétentes ont considéré que les seuils de publication individuelle étaient appropriés, mais ont reçu des avis mitigés des participants au marché. L'AEMF remarque par ailleurs que les acteurs du marché peuvent avoir tendance à rester en deçà du seuil de 0,5 % afin d'éviter de devoir publier des informations sur leurs activités de vente à découvert (rapport de l'AEMF, points 22 et 29).

Du point de vue de l'impact général du règlement, l'AEMF constate, de façon générale, un léger recul de la volatilité des actions de l'UE par rapport à celles des États-Unis. Les effets sur la liquidité ont été contrastés et la découverte des prix semble de moindre qualité par rapport à la période antérieure à l'entrée en vigueur du règlement. Toutefois, l'AEMF rappelle que cette analyse doit être interprétée avec toute la prudence qui s'impose compte tenu de ses limites empiriques, du peu de temps qui s'est écoulé et de la difficulté de discerner les effets concrets du règlement (rapport de l'AEMF, points 10 et 11).

Comme indiqué au point 2.1, le rapport de l'AEMF ne recommande aucune modification des seuils de publication. La Commission est d'accord sur le fait qu'aucun changement n'est nécessaire dans ce domaine.

#### **4. OPPORTUNITE D'UNE DECLARATION CENTRALISEE DIRECTEMENT AUPRES DE L'AEMF**

La majorité des autorités compétentes préférerait ne pas introduire de mécanisme de déclaration centralisée et souhaite conserver le régime actuel (rapport de l'AEMF, point 64). Leur argument est qu'un système de déclaration centralisée à l'échelle de l'UE risquerait de compliquer et de rendre moins efficace la surveillance et l'application forcée au niveau national. À l'opposé, une minorité d'autorités compétentes et certains acteurs du marché soutiennent l'idée d'un mécanisme de déclaration centralisée et reconnaissent ses avantages (rapport de l'AEMF, points 62 et 64). L'AEMF recommande de ne pas modifier le règlement ni ses textes d'exécution en ce qui concerne le mécanisme de déclaration (rapport de l'AEMF, point 66).

À la lumière de ce qui précède, la Commission considère que le système actuel de déclaration au niveau national est satisfaisant et qu'une déclaration centralisée directement ne semble pas, à ce stade, procurer d'avantage substantiel.

#### **5. RESTRICTIONS ET EXIGENCES APPLICABLES A LA VENTE A DECOUVERT NON COUVERTE D' ACTIONS, DE DETTE SOUVERAINE ET DE CDS SOUVERAINS**

##### **5.1. Restrictions applicables à la vente à découvert non couverte d'actions et de dette souveraine**

L'AEMF a examiné le fonctionnement des restrictions sur les ventes à découvert non couvertes en évaluant leur incidence sur les prêts de titres et le nombre de défauts de règlement. Elle observe que l'activité sur les marchés des prêts de titres a été plus faible depuis l'entrée en vigueur du règlement, bien qu'elle ait repris depuis janvier 2013. En même temps, elle rappelle que les données réglementaires en matière de prêt de titres sont inexistantes, de sorte que cette analyse ne peut pas être assez large.

A priori, les restrictions devraient faire baisser les défauts de règlement. De fait, l'AEMF indique que les défauts de règlement semblent avoir diminué depuis l'entrée en vigueur du règlement, comme en témoigne, sur base des volumes et des valeurs, le nombre inférieur de défauts de règlement sur des actions européennes, avec un défaut moyen en baisse de 0,5 point et 1 point de pourcentage, respectivement (rapport de l'AEMF, point 77). L'AEMF en conclut que l'application du règlement sur la vente à découvert s'est traduite par une plus grande discipline en matière de règlements (rapport de l'AEMF, pp. 21 à 23. Voir aussi le point 5.3).

Au vu des preuves empiriques ci-dessus, l'AEMF estime qu'aucune modification importante n'est justifiée pour l'instant dans ce domaine. Toutefois, l'AEMF propose d'apporter certains changements aux articles 12 et 13 du règlement, afin de permettre aux opérateurs pratiquant la vente à découvert d'obtenir de parties au sein de la même entité juridique les confirmations nécessaires pour procéder à une telle vente pour autant que ces parties remplissent les conditions nécessaires, ainsi que certaines améliorations au règlement d'exécution (UE) n° 827/2012 de la Commission (rapport de l'AEMF, points 83 à 85).

La Commission est d'accord avec les conclusions de l'AEMF selon lesquelles aucune révision majeure du dispositif du règlement dans ce domaine n'est requise à ce stade.

##### **5.2. Restrictions et exigences applicables aux opérations non couvertes sur CDS souverains**

En mesurant l'effet de l'interdiction des CDS non couverts sur les conditions d'emprunt souverain au moyen des marges sur les CDS et des rendements des obligations souveraines,

l'AEMF a constaté une légère diminution des marges sur les CDS souverains des États membres après l'introduction de l'interdiction des opérations non couvertes sur des CDS souverains. Cette interdiction a eu pour effet de réduire d'environ 26 points de base la marge des CDS (rapport de l'AEMF, point 100). L'AEMF en conclut que, dans son ensemble, l'entrée en vigueur du règlement ne semble pas avoir eu d'impact décisif sur l'activité du marché des CDS souverains, à l'exception des indices de CDS souverains, pour lesquels une forte baisse a été observée. L'AEMF fait observer qu'il semble ne s'être produit aucun effet négatif notable sur les marchés de la dette souveraine dans l'UE. On note toutefois une baisse d'activité pour les CDS souverains dans quelques États membres ainsi que pour les indices de CDS souverains (rapport de l'AEMF, point 112).

Globalement, l'AEMF ne voit pas de raison impérieuse, à ce stade, d'apporter de grands changements aux dispositions du règlement relatives aux CDS souverains, tout en observant qu'il est peut-être encore trop tôt pour tirer des conclusions formelles (rapport de l'AEMF, point 112).

La Commission est d'avis que ces conclusions ne reposent que sur une très brève expérience des effets du règlement. Elle considère, par conséquent, que les restrictions et exigences applicables aux opérations non couvertes sur CDS souverains demeurent appropriées.

### **5.3. Discipline en matière de règlement, y compris procédures de rachat**

Les acteurs du marché ont fait état d'une amélioration générale de la discipline en matière de règlement en ce qui concerne les actions depuis l'entrée en vigueur du règlement sur la vente à découvert. Globalement, le nombre de rachats et de tentatives de rachat dans l'Union a augmenté de 35 % depuis lors. Toutefois, cette augmentation peut être en grande partie attribuée à un seul État membre.

L'AEMF considère que les exigences concernant la discipline en matière de règlement, et en particulier les procédures de rachat, pourraient être abordées de façon plus appropriée dans un acte législatif horizontal unique (rapport de l'AEMF, points 88 à 91). Elle est d'avis notamment que le prochain règlement sur les dépositaires centraux de titres (DCT)<sup>2</sup> constitue un instrument plus efficace pour définir un régime plus détaillé et assurer des conditions égales dans l'application des sanctions en matière de rachat et de règlement.

La Commission convient que la discipline en matière de règlement, en particulier les exigences relatives aux procédures de rachat, pourrait être traitée de manière plus appropriée dans le futur règlement relatif aux DCT, pour autant que l'on parvienne à définir une approche horizontale plus large.

### **5.4. Autres aspects liés au fonctionnement des restrictions**

Se fondant sur les informations reçues en retour des participants au marché et des autorités compétentes quant aux améliorations constatées dans l'exécution des règlements, l'AEMF considère que l'introduction des restrictions sur la vente à découvert non couverte a réduit de manière significative le nombre de cas de défaut de règlement dans les opérations sur actions. En ce qui concerne l'impact de la règle dite «de localisation», l'analyse, par l'AEMF, des données qui concernent le prêt de titres en 2012 et pendant les premiers mois de 2013 montre que l'activité a été plus faible sur les marchés des prêts de titres depuis l'entrée en vigueur du règlement, même si elle s'est redressée depuis janvier 2013.

---

<sup>2</sup> La proposition de la Commission (COM(2012) 73 final) de règlement concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (DCT) et modifiant la directive 98/26/CE du 7 mars 2012 est actuellement en cours d'examen par le Parlement européen et le Conseil.

Dans l'ensemble, l'AEMF estime qu'aucune modification importante des exigences en la matière ne se justifie pour l'instant. Elle propose toutefois d'apporter quelques changements mineurs aux dispositions des articles 12 et 13 du règlement (par exemple autoriser des services de prêt interne plutôt que des tiers) pour fournir les localisations et de revoir la définition du caractère liquide des actions aux fins des arrangements de localisation à une étape ultérieure (rapport de l'AEMF, point 83).

La Commission est d'accord avec la conclusion de l'AEMF selon laquelle le fonctionnement des restrictions et des exigences liées à la transparence des positions courtes nettes et des ventes à découvert non couvertes ne fait apparaître pour l'instant aucun signe de déficience ou de dysfonctionnement majeur lié au règlement dans ce domaine.

## **6. FONCTIONNEMENT DE L'EXEMPTION PREVUE POUR LES ACTIVITES DE TENUE DE MARCHE**

L'application de l'exemption pour les teneurs de marché prévue dans le règlement est liée au fonctionnement des obligations inscrites aux chapitres II et III dudit règlement et donc à l'évaluation effectuée dans le présent rapport. Les lignes directrices de l'AEMF sur l'exemption pour les activités de tenue de marché sont appliquées depuis le mois d'avril 2013.

Selon l'AEMF, la majorité des autorités compétentes ont considéré que l'exemption permettait la fourniture de liquidité sans permettre le contournement du dispositif, quoique certaines ont estimé qu'elle pourrait conduire à une baisse de la fourniture de liquidité. Les acteurs du marché ont exprimé leurs préoccupations quant au fait que la portée limitée de l'exemption restreint leur capacité de proposer des services de tenue de marché de gré à gré pour des instruments tels que les swaps de taux d'intérêt et les produits dérivés non cotés (rapport de l'AEMF, points 140 à 144).

Les autorités compétentes, d'une manière générale, ont considéré que la procédure de notification de l'intention de faire usage de l'exemption était adaptée à la situation, bien que plusieurs se soient montrées préoccupées par la charge de travail que cela représentait. Les acteurs du marché ont considéré pour leur part que cette obligation de notification instrument par instrument était trop pesante et impraticable. La crainte a aussi été exprimée de voir se créer des conditions de concurrence inégales en raison de la rapidité plus ou moins grande avec laquelle les différentes autorités traiteraient les notifications de recours à l'exemption (rapport de l'AEMF, points 145 et 146).

L'AEMF propose de modifier le texte du règlement et de revoir le champ d'application de l'exemption en faveur des activités de tenue de marché, ainsi que d'apporter certains changements soit par des normes techniques, soit par des actes délégués (rapport de l'AEMF, point 149). En particulier, elle recommande de revoir la portée et les conditions de l'exemption, tout en respectant l'objectif sous-jacent et la raison d'être du règlement (rapport de l'AEMF, points 152 à 156). Néanmoins, la Commission est d'avis que les préoccupations exprimées dans le rapport de l'AEMF concernant la portée et les conditions de l'exemption en faveur de la tenue de marché ne pourront être valablement appréciées qu'après qu'une période suffisamment longue se sera écoulée depuis l'entrée en vigueur du règlement, de façon à ce que toute proposition de révision repose sur une expérience adéquate de l'application dudit règlement.

Par ailleurs, il ressort du tableau concernant le respect des lignes directrices de l'AEMF en ce qui concerne l'exemption dont jouissent les activités de tenue de marché et les opérations de marché primaire dans le règlement, publié le 19 juin 2013 (ESMA/2013/765), que les autorités compétentes de cinq États membres ont expliqué leur non-respect de certains aspects des lignes directrices en faisant référence à leurs divergences de vues sur un certain nombre

de points, tels que la portée des instruments couverts et les conditions d'octroi de l'exemption pour les activités de tenue de marché.<sup>3</sup>

La Commission attire l'attention sur le fait que le non-respect par certaines autorités compétentes des lignes directrices de l'AEMF créera nécessairement une situation dans laquelle le règlement est appliqué de manière variable, ce qui aboutira à la création de conditions de concurrence inégales à travers l'Union. En outre, l'application de critères différents pour réévaluer des exemptions précédemment accordées au titre d'activités de tenue de marché peut déboucher elle aussi sur une application variable de cette exemption. Ces divergences peuvent ensuite fausser la concurrence et nuire à l'efficacité du dispositif mis en place par le règlement.

La Commission considère qu'une application cohérente dans tous les États membres du dispositif du règlement et, en particulier, de l'exemption prévue pour les activités de tenue de marché est essentielle pour garantir des conditions de concurrence égales et la cohérence des pratiques du marché dans l'ensemble de l'Union. La création de conditions de concurrence inégales dans l'Union pourrait compromettre le principal objectif du règlement, qui est d'assurer le bon fonctionnement du marché intérieur des services financiers ainsi qu'un niveau élevé de protection des consommateurs et des investisseurs.

Dans ce contexte, la Commission estime qu'il n'y a pas, à ce stade, de raison impérieuse de modifier le dispositif du règlement dans ce domaine. Si elle constate que le règlement sur les ventes à découvert, et notamment l'exemption en faveur des activités de tenue de marché, est appliqué d'une manière qui enfreint ses dispositions, la Commission prendra les mesures de suivi adéquates.

## **7. POUVOIRS D'INTERVENTION DANS LE CADRE DU REGLEMENT**

En vertu de l'article 23 du règlement, les autorités compétentes ont le droit de prendre certaines mesures d'urgence en cas de baisse significative du prix d'un instrument financier. Jusqu'à présent, ce pouvoir de restreindre temporairement la vente à découvert ou de limiter de toute autre manière les transactions sur un instrument financier n'a été exercé que par deux États membres (l'Italie et le Portugal). D'après certains acteurs du marché, les interdictions édictées ont été source de confusion et d'incertitude pour les participants, et la liquidité et l'efficacité des prix s'en sont immédiatement ressenties. En outre, la mesure a entraîné des coûts pour les acteurs du marché, qui ont dû rechercher les informations du fait des différences de contenu et d'horaire de publication des communiqués tout au long de la journée de négociation dans les pays concernés, et du manque de clarté concernant la portée des instruments (rapport de l'AEMF, point 190).

Il a été porté à l'attention de la Commission que, lorsqu'une autorité compétente prononçait une interdiction temporaire de vente à découvert de certaines actions en raison d'une «baisse significative des prix», les autorités compétentes des autres États membres dans lesquels ces actions sont également négociées n'adoptaient pas d'interdiction similaire concernant les mêmes actions, ou bien prenaient des mesures différentes. L'interdiction en question était donc en vigueur dans certains États membres et pas dans d'autres. Dans certains autres cas, il arrivait même que différentes autorités compétentes au sein d'un même État membre prennent des décisions différentes sur la nécessité d'imposer une interdiction de vente à découvert appliquée par un État membre.

---

<sup>3</sup> Le 16 juin 2013, l'AEMF a publié un tableau faisant le point de la conformité avec les lignes directrices de l'AEMF sur la tenue de marché (ESMA/2013/765).

L'AEMF est d'avis que, pour que les dispositions de l'article 23 puissent fonctionner, soient moins complexes et exigent moins de ressources, les autorités compétentes du marché le plus pertinent en termes de liquidité pour un instrument particulier devraient être autorisées à décider librement s'il est nécessaire, et à quelle date, de prendre une mesure temporaire interdisant la vente à découvert ou limitant la négociation d'un instrument spécifique, sans devoir mettre en œuvre un mécanisme fondé sur des seuils de baisse significative de prix (rapport de l'AEMF, point 209).

La Commission est d'avis que le règlement fournit aux autorités compétentes un ensemble de règles efficace et complet pour appliquer des interdictions de vente à découvert de façon cohérente et efficiente. Les autorités compétentes devraient donc veiller à adopter une approche cohérente et à user de leurs prérogatives de manière efficace afin d'éviter les applications potentiellement incompatibles d'interdictions de vente à découvert, contribuant ainsi à la réalisation des objectifs poursuivis par le règlement. À cet effet, les autorités compétentes doivent impérativement veiller à ce que la procédure prévue à l'article 26, paragraphe 4, du règlement soit entièrement respectée, ce qui permettra à l'AEMF d'informer toutes les autres autorités compétentes concernées d'une mesure d'interdiction prise en application de l'article 23 du règlement. Le respect de cette procédure devrait également permettre aux autorités compétentes d'évaluer si les mesures prises par d'autres autorités compétentes sont toutes cohérentes entre elles.

En ce qui concerne la pertinence des seuils figurant à l'article 23 du règlement et à l'article 23 du règlement délégué (UE) n° 918/2012 de la Commission, l'AEMF estime qu'il conviendrait de ne pas conserver tous les seuils actuels permettant, pour chaque catégorie d'instruments, de déceler une baisse significative des prix, mais que certains seuils devraient être modifiés ou supprimés (rapport de l'AEMF, points 210 et 211). Selon l'AEMF, les seuils relatifs aux obligations de sociétés ou d'émetteurs souverains devraient être revus ou supprimés, et aucun seuil n'est nécessaire pour les OPCVM cotés (à l'exception des fonds négociés en bourse) ou les instruments dérivés sur matières premières (rapport de l'AEMF, point 211).

Vu le peu de recul dont on dispose dans l'application de ces seuils, la Commission ne juge pas nécessaire de les modifier ou de réexaminer l'opportunité d'introduire de tels seuils pour les baisses de prix significatives des parts d'OPCVM et des instruments dérivés sur matières premières.

En ce qui concerne les mesures d'urgence prévues par les articles 18, 19, 20 et 21 du règlement en cas d'événements ou d'évolutions défavorables constituant une menace sérieuse pour la stabilité financière ou pour la confiance des marchés, l'AEMF est d'avis que ces dispositions sont généralement nécessaires et appropriées. La Commission souscrit à ce point de vue.

## **8. CONCLUSIONS**

La Commission considère que, sur la base des données limitées qui sont disponibles à ce jour, il est permis de dire que le règlement sur la vente à découvert a eu une incidence positive en termes d'accroissement de la transparence des ventes à découvert et de réduction des défauts de règlement, en même temps qu'un impact relativement contrasté sur le plan économique. Il n'existe aucun signe manifeste de conséquence défavorable substantielle au niveau de la liquidité des CDS souverains. Le rapport de l'AEMF ne fait allusion à aucune incidence négative majeure sur le plan économique qui justifierait, de l'avis de la Commission, une révision à court terme du règlement. D'une manière générale, les données empiriques disponibles montrent que le règlement a eu certains effets bénéfiques sur la volatilité, des

effets contrastés sur la liquidité et a entraîné une légère dégradation de la détermination des prix.

Comme l'AEMF le note elle-même, les conclusions de son rapport doivent être prises avec prudence compte tenu de la brièveté de la période qui s'est écoulée depuis l'entrée en vigueur du règlement et de l'insuffisance des données qui en résulte. Les autorités compétentes et les acteurs du marché reconnaissent que ce court laps de temps et le caractère limité des données fondant l'évaluation empêchent de tirer des conclusions précises quant à la réalisation ou non des objectifs du règlement, qui étaient d'améliorer les conditions du fonctionnement du marché et d'assurer un niveau élevé de protection des investisseurs (rapport de l'AEMF, points 12 et 13). En outre, les lignes directrices sur la tenue de marché adoptées par l'AEMF ne sont applicables que depuis avril 2013.

Bien qu'elle ait fait quelques recommandations visant à adapter le règlement, notamment en ce qui concerne la règle de localisation, l'exemption en faveur de la tenue de marché et le pouvoir des autorités compétentes d'imposer des interdictions de courte durée, l'AEMF conseille à la Commission de procéder à une nouvelle évaluation du règlement et de ses textes d'exécution à un stade ultérieur, lorsque les données seront plus nombreuses et avec le recul de l'expérience. L'AEMF a également attiré l'attention de la Commission sur les coûts qu'impliquerait à la fois pour les investisseurs et pour les autorités compétentes le fait de modifier le cadre législatif si peu de temps après son entrée en application. Enfin, l'analyse quantitative générale des effets du règlement présentée dans son rapport est assortie de certaines réserves qui sont importantes pour la manière dont l'impact du règlement doit être interprété. En particulier, les méthodes utilisées par l'AEMF dans son évaluation technique du règlement ne sont pas exemptes de risque lié au modèle et souffrent de limites empiriques.<sup>4</sup> Selon l'AEMF, il existe également un risque que l'analyse reflète malgré tout certains facteurs externes susceptibles de fausser ses conclusions.

Par conséquent, la Commission est d'avis qu'il est trop tôt, compte tenu des données disponibles, pour tirer des conclusions solides sur le fonctionnement du règlement, qui justifieraient une révision de la législation à ce stade.<sup>5</sup> La Commission va donc continuer à surveiller l'application de ce règlement. La Commission considère qu'afin de garantir le bon fonctionnement du cadre juridique de la vente à découvert, une nouvelle évaluation de la pertinence et de l'impact du règlement, d'une portée similaire à celle que prévoit son article 45, pourrait être réalisée sur la base de données empiriques plus nombreuses après que les autorités compétentes auront acquis une expérience suffisante de l'application de cette législation. Une telle évaluation pourrait avoir lieu d'ici à 2016, soit trois ans après l'entrée en vigueur du règlement. Une telle analyse des effets et des incidences du règlement sur la vente à découvert devrait s'appuyer sur la contribution de l'AEMF, l'analyse des données disponibles et les informations reçues des autorités compétentes et des participants au marché.

---

<sup>4</sup> Cette réserve a aussi été soulignée dans le rapport de l'AEMF, au point 8.

<sup>5</sup> Dans ce contexte, il convient de noter l'affaire C-270/12, qui est pendante devant la Cour de justice de l'Union européenne et dans laquelle le Royaume-Uni a demandé l'annulation de l'article 28 du règlement.