

■ Analyse - **L'interdiction des ventes à découvert est-elle efficace ?**

Par **Jérôme Teiletche**,
professeur associé à
l'université Paris-
Dauphine, Dauphine
Recherche en
Management

Le consensus académique est que toute restriction imposée au gérant conduit à une dégradation de sa performance ajustée du risque, car il ne pourra exprimer l'intégralité de son talent.

La vente à découvert consiste à vendre un titre qu'on ne possède pas encore, avec l'intention de le racheter à une date ultérieure, cherchant ainsi à spéculer sur la baisse du cours du titre. La vente à découvert est réputée très risquée, car pouvant conduire à des pertes illimitées lorsque le prix s'envole, un risque observé lors des épisodes de rachat panique par les short sellers (vendeurs à découvert), dont l'exemple le plus récent est la multiplication par cinq en deux jours du cours de Volkswagen à la fin octobre.

Mais, si les ventes à découvert ont récemment fait beaucoup parler d'elles, c'est surtout parce qu'elles ont été partiellement interdites par les autorités boursières. Le 15 juillet dernier, réitérant des mesures adoptées lors de la crise de 1929, la SEC - gendarme de la Bourse américaine - décidait de suspendre toute vente à découvert sur les actions de 19 institutions financières. En septembre, la mesure était élargie à 799 institutions financières et simultanément mise en place un peu partout dans le monde pour les titres financiers, et même pour toute la cote en Australie.

Avec quelle efficacité ? L'étude préliminaire menée par Arturo Bris cette année semble montrer que, loin d'avoir protégé les actions des sociétés concernées, le premier arrêté de la SEC a conduit à une détérioration très forte de leur liquidité et à une moindre efficacité. Les hedge funds, usagers fréquents de la vente à découvert, ont dénoncé la modification des règles du jeu. Ce point de vue est toutefois contesté par d'autres, qui estiment que, en limitant la spéculation à la baisse, les autorités ont contribué à restaurer la confiance dans les institutions financières, élément indispensable à un bon fonctionnement de l'économie. De leur côté, les autorités ont manifesté leur intention d'instaurer de façon permanente un plus grand contrôle et de moindres flexibilités dans l'utilisation des ventes à découvert.

Est-ce une bonne décision ? L'évidence anecdotique n'offre pas une réponse claire. D'un côté, on accorde aux short sellers d'avoir su anticiper certaines fraudes retentissantes, telle celle

d'Enron. D'un autre, les short sellers sont souvent décriés, car perçus comme tirant profit des malheurs d'une société, et parfois poursuivis en justice par les sociétés visées. Que nous dit alors la littérature académique ? Si l'on se place sur le plan de l'efficacité au sens large de la gestion de portefeuilles, le consensus académique est que toute restriction imposée au gérant conduit à une dégradation de sa performance ajustée du risque, car il ne pourra exprimer l'intégralité de son talent. Ainsi, un gérant long only, c'est-à-dire qui n'est pas autorisé à vendre à découvert des titres, pourra au mieux amener à zéro dans son portefeuille le poids des titres qu'il n'apprécie pas, alors qu'un gérant long short pourra escompter bénéficier plus nettement d'une sous-performance des titres vendus à découvert.

Il semble recommandable de suspendre le jeu à certains moments lors des crises extrêmes de marché.

S'agissant plus spécifiquement de l'impact des ventes à découvert sur le comportement du marché, la littérature académique n'offre pas de réponse unanimement claire. La plupart des études suggèrent que les short sellers sont informés et qu'ils aident à corriger la surévaluation des cours, améliorant de fait l'efficacité informationnelle des prix. En outre, la présence de

short sellers favoriserait la liquidité et diminuerait la volatilité des rendements agrégés du marché. Mais d'autres études suggèrent que les short sellers déstabilisent les prix et perturbent exagérément le marché, particulièrement autour des annonces de résultats ou aux périodes d'illiquidité intrajournalière.

Finalement, tout le secret est peut-être dans la distinction entre période normale et période de crise. Bris, Goetzmann et Zhu (2007) montrent ainsi que si les ventes à découvert améliorent l'efficacité de marché dans la plupart des pays qu'ils analysent, les distributions de rendements en présence de restrictions semblent caractérisées par des pertes extrêmes plus limitées, bien que tout aussi fréquentes. En d'autres termes, si une suppression définitive des ventes à découvert serait probablement néfaste, il semble recommandable de suspendre le jeu à certains moments lors des crises extrêmes de marché. ■