

LA QUESTION

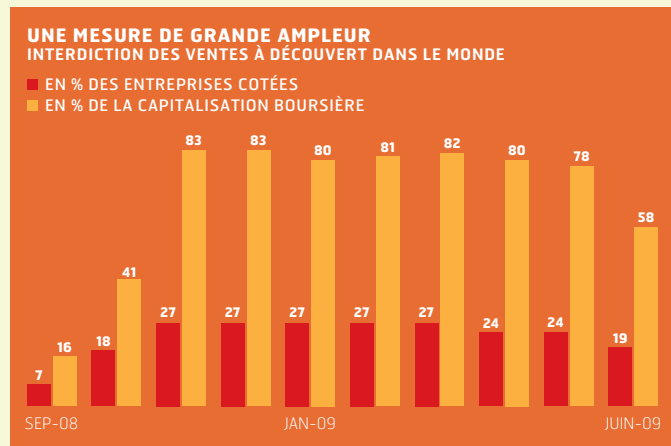
EST-IL EFFICACE D'INTERDIRE LES VENTES À DÉCOUVERT ?

par François Derrien et Christophe Perignon, professeurs de finance à HEC Paris

En septembre 2008, la France a interdit la vente à découvert des actions d'institutions financières. Cela consiste pour un investisseur à vendre un titre qui ne figure pas dans son portefeuille. Celui-ci détient dès lors une position vendeuse, qu'il clôt ultérieurement en rachetant le titre, réalisant un profit si le prix du titre a baissé entre les deux opérations.

Le souhait des autorités au début de la crise financière de 2008 était d'empêcher les mouvements de panique conduisant à une baisse injustifiée du cours des actions, dont auraient profité des spéculateurs cyniques. Les craintes les plus aiguës concernaient les sociétés financières qui, à la suite de baisses importantes de cours, pouvaient être contraintes de réduire la taille de leurs actifs pour respecter leurs ratios de solvabilité, ce qui risquait d'alimenter davantage les baisses des prix de l'ensemble des titres cotés, et d'aggraver la crise économique consécutive à la crise financière, au bénéfice des mêmes spéculateurs cyniques.

Au regard de ces craintes, l'interdiction des ventes à découvert semblait donc naturelle et salvatrice. Sauf que, comme c'est bien souvent le cas avec ce type de mesures, celle-ci pouvait avoir des effets indésirables. En interdisant les ventes à découvert, les autorités faussaient la symétrie selon laquelle les pessimistes



SOURCE : « SHORT-SELLING BANS AROUND THE WORLD : EVIDENCE FROM THE 2007-09 CRISIS », PAR ALESSANDRO BEBER ET MARCO PAGANO, JOURNAL OF FINANCE (À PARAÎTRE).

peuvent vendre des titres de la même façon que les optimistes peuvent les acheter. Exclure les vendeurs du marché pouvait donc empêcher les prix de s'ajuster à la baisse en cas de mauvaise nouvelle. Cette décision risquait également de compliquer la tâche des teneurs de marchés, dont le rôle est d'assurer la liquidité des titres en proposant à tout moment des prix d'achat et de vente aux investisseurs désireux d'effectuer des transactions. Pour répondre à cette asymétrie entre acheteurs et vendeurs, les teneurs de marchés doivent en effet accroître leurs stocks de titres, ce qui peut augmenter leurs coûts et les conduire à augmenter la diffé-

rence entre les prix qu'ils offrent à l'achat et à la vente des titres (connue sous le nom de fourchette *bid-ask*). Ceci réduit par la même occasion la liquidité du marché, c'est-à-dire la possibilité pour les investisseurs d'effectuer des transactions rapidement et à des coûts limités, alors même que la liquidité est déjà affectée par l'incertitude régnant sur ces marchés. Une étude récente menée par deux professeurs de finance italiens nous permet de connaître précisément l'ampleur (voir graphique) ainsi que les conséquences de l'interdiction des ventes à découvert dans le monde. Les deux auteurs de l'étude ont analysé, dans un échantillon de

treize pays, l'impact des interdictions de vente à découvert. La pertinence de cette étude tient au nombre et à la diversité des pays étudiés, ainsi qu'à la variété des mesures spécifiques adoptées localement. Les dates des interdictions diffèrent en effet d'un pays à l'autre, ainsi que les dates de leur levée et leur portée. Ainsi, dans certains pays, les interdictions de vente à découvert n'ont concerné que les actions d'institutions financières, dans d'autres elles ont porté sur l'ensemble des actions.

L'étude aboutit à trois conclusions : premièrement, l'interdiction des ventes à découvert réduit la liquidité des actions concernées. Deuxièmement, elle ralentit l'ajustement des prix vers leur point d'équilibre, en particulier en cas de mauvaise nouvelle. Troisièmement, et c'est peut-être le résultat le plus important de l'étude, les actions soumises à l'interdiction de vente à découvert ont des performances identiques à celles qui n'y sont pas soumises. Autrement dit, l'interdiction de vendre des actions à découvert n'empêche pas leur baisse. Au mieux, elle la ralentit en compliquant la vie des investisseurs. Et les spéculateurs cyniques dans tout cela ? S'ils existent, ils doivent penser, comme les auteurs de l'étude et nous-mêmes, qu'interdire les ventes à découvert est inutile, voire néfaste. ■

En interdisant les ventes à découvert, les autorités faussaient la symétrie selon laquelle les pessimistes peuvent vendre des titres de la même façon que les optimistes peuvent les acheter.