

MOT DE PASSE : ACIER

Ventes à découvert : le crime était presque parfait

1 Démarche

Nos études étant axées sur les mathématiques, l'informatique et la finance, nous avons été amenés à avoir une approche très quantitative des problèmes. Nous cherchons sans cesse à maximiser, minimiser et surtout automatiser, notamment des positions de marché. De cette observation, nous avons cherché à appréhender, comprendre les conséquences et le poids que nous pouvions avoir non seulement sur les marchés mais aussi sur l'économie réelle.

Nous avons pu dans le cadre de stages d'études travailler à la fois pour des banques centrales ainsi que pour des grandes banques, directement au coeur des marchés. La proximité ainsi que les antagonismes que l'on retrouve entre ces deux ensembles, nous a conduits à pousser notre réflexion sur le fonctionnement des marchés financiers. Cette réflexion a été prolongée dans sa dimension éthique, rarement théorisée dans nos professions très quantitatives.

2 Résumé

Nous nous sommes penchés sur un point particulier au coeur des polémiques ces derniers mois : les ventes à découvert. Ces dernières furent vilipendées avant d'être exploitées voire manipulées par divers activistes.

Nous introduirons notre essai par une définition de ces dernières. Ensuite, nous apporterons une position équilibrée dans le débat, afin de rappeler l'utilité que les ventes à découvert peuvent apporter à l'économie dite "réelle" et à la société mais aussi les conséquences désastreuses qu'elles peuvent avoir dans des phénomènes de mimétisme de marché. Par suite, nous prouverons qu'elles peuvent à la fois servir aux spéculateurs et profiter globalement à la société. Enfin, nous essayerons de définir un cadre réglementaire permettant de mettre les marchés au service de l'économie.

Ainsi, nous nous efforcerons de démontrer l'ambivalence d'un produit financier comme les ventes à découvert en adoptant une approche conséquentialiste.

3 Bibliographie

RAWLS, John. A theory of justice. Harvard university press, 2009.

RICOEUR, Paul. Soi-même comme un autre. Média Diffusion, 2015.

DUPRE, Denis. La fabrique collective de la monnaie, Jouquetti ed., 2018.

ORLÉAN, André. Le pouvoir de la finance. Odile Jacob, 1999.

GIRARD, René. Le bouc émissaire. Grasset, 2014.

4 Introduction

La vente à découvert consiste à vendre un actif que l'on a emprunté à un autre investisseur, et qu'on s'engage à rendre à une date de livraison ultérieure fixée. On dit que l'investisseur a une position courte sur le produit, ou encore qu'il *short* l'actif. Nous ne prendrons pas une position d'éthique déontologique pour savoir si cela est bien ou mal. Nous ne répondrons pas à ce type de question : « Est-il sain de spéculer ? » ou « Est-il sain de vendre ce que l'on ne possède pas ? » Nous prendrons une position dite d'éthique conséquentialiste. Cet OVNI a-t-il comme conséquence une vie meilleure puisque, comme le dit Ricœur, « L'éthique est la visée de la vie bonne, avec et pour autrui, dans des institutions justes » ? Le philosophe John Rawls, si l'on se réfère à son livre culte *Theory of Justice* de 1972, pourrait nous indiquer que si nous nous mettions dans un voile d'ignorance, à savoir que nous ne saurions pas notre fortune ou notre statut social, nous accepterions tous la création d'un produit financier nouveau comme la vente à découvert, si son existence était « au plus grand bénéfice des plus désavantagés ». Aussi nous nous poserons la question non de l'interdiction du produit financier mais de l'invention d'une régulation qui assurerait la mise au service de tous de la finance : une finance au service du bien commun.

5 Une définition

Imaginez que vous possédez un très beau stylo, dont vous n'avez pas besoin pendant une semaine. Ce stylo vaut aujourd'hui 15€. Un vendeur à découvert vous contacte, vous demande l'autorisation de vous emprunter ce stylo et s'engage à vous le restituer dans une semaine. Comme vous n'en avez pas besoin, vous acceptez en exigeant tout de même une commission de 1€. Le vendeur à découvert trouve un acheteur et lui vend votre stylo, il empoche donc 15€. Une semaine plus tard, il doit vous rendre ce stylo. Il cherche donc un stylo similaire et le rachète afin de vous le restituer. Si entre temps le prix du stylo a baissé à 12€, alors le vendeur à découvert fait un bénéfice de $2€ = 15€ \text{ de vente} - 12€ \text{ de rachat} - 1€ \text{ de commission versée}$. À l'inverse si le prix du stylo monte à 17€, le vendeur à découvert fait une perte de $3€ = 15€ \text{ de vente} - 17€ \text{ de rachat} - 1€ \text{ de commission}$. Ce système peut poser problème, notamment si trop de vendeurs à découvert s'intéressent au même produit. S'il n'existe par exemple que 10 stylos du même type que le vôtre, et si 15 vendeurs à découvert exercent un *short*, alors le jour de la livraison 15 investisseurs vont vouloir chacun acheter un stylo pour le livrer, mais seulement 10 seront disponibles.

Concernant des actions, le vendeur à découvert emprunte aujourd'hui une action Air France qu'il vend à son prix actuel, disons 14€. Il s'engage à restituer ladite actions 3 mois plus tard. Si l'action baisse à 7 euros 3 mois plus tard, il la rachètera à 7 euros pour la rendre à celui qui lui avait prêté. Dans ce cas, le vendeur à découvert a réalisé un bénéfice de $14€ - 7€ = 7€$. Si le cours avait augmenté, alors le vendeur

"Market Makers". Ces derniers sont des entités désignées chargées d'assurer la liquidité du marché, c'est-à-dire qu'ils doivent proposer en continu des côtes auxquelles ils se tiennent prêts à acheter ou vendre immédiatement un titre. Pour ce faire, ils peuvent être amenés à vendre à découvert des titres pour satisfaire les besoins du marché. La vente à découvert permet donc d'assurer une certaine fluidité au sein du marché. De même, diverses études ont démontré que les ventes à découvert contribuaient à l'efficience des marchés puisque des vendeurs identifient des titres surévalués et les font revenir vers leur « juste prix » ou même parfois identifient des fraudes comptables. Ainsi, les ventes à découvert amélioreraient globalement le marché. Toutefois, les ventes à découvert induisent aussi des effets néfastes.

6.2 Un risque de chute du prix des actifs

Le 11 août 2011, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) a interdit cette pratique sur 10 actions soumises à une forte pression (AXA, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Natixis...)



Figure 2: Cours du Crédit Agricole de mars 2011 à février 2012

Les ventes à découvert avaient déjà été interdites pendant certaines crises économiques (2008 par exemple). De même, des chocs impossibles à prévoir comme les attentats terroristes du 11 septembre 2001 ou la crise du Covid-19 provoquent des vents de panique. En effet, à cause des paris à la baisse en cas de crise, il y a bien plus de vendeurs que d'acheteurs. Ce sont les acheteurs qui sont recherchés et non les vendeurs. Les ventes à découvert pèsent sur le marché à la baisse. Certaines actions plus fragiles vont chuter, et les places financières en deviennent d'autant plus instables.

Les effets mimétiques décrits par l'économiste André Orléans participent aux bulles. Le comportement des hommes est mimétique comme décrit par Aristote et théorisé par René Girard qui montre que dans toutes les sociétés humaines, le mimétisme conduit à la violence et à la désignation d'un bouc émissaire. Si la violence n'apparaît pas dans l'effet mimétique des investisseurs, elle est remplacée par des euphories et des krachs. Les investisseurs se retirent tous ensemble massivement, et cela conduit, sans intervention des

banques centrales, à des crises systémiques, d'abord financières puis touchant la sphère de la production. Ainsi, les ventes à découvert peuvent apporter un fonctionnement sain du marché mais peuvent aussi amplifier des phénomènes de baisse des cours.

7 Ventes à découvert : un monde où les manipulateurs font la loi

Traditionnellement les ventes massives à découvert sont réalisées par des spéculateurs avec de grosses possibilités d'investissement pour faire bouger les prix de marché. Lorsqu'on ajoute beaucoup de vendeurs brusquement, le prix reflète le nouveau déséquilibre entre acheteurs et vendeurs. La vente massive à découvert va avoir un effet sur les prix qui va durer le plus souvent quelques heures à quelques semaines. Le temps d'empocher de copieuses bénéfices. Pour entraîner d'autres acteurs à vendre, certains acteurs utilisent une pratique peu éthique consistant à vendre à découvert puis à répandre des rumeurs négatives sur la société : le *short and distort*. Cela consiste à vendre une valeur à découvert puis à influencer le marché à la baisse en répandant des rumeurs, en déclenchant une action en justice ou en demandant au régulateur un audit des comptes de la société visée. Les manipulateurs ont tendance à utiliser les médias, les réseaux sociaux ou les spams. Le 11 juillet 2018, juste avant l'ouverture du marché boursier, un vendeur à découvert anonyme nommé «Rota Fortunae» a publié sur Twitter que le fonds d'investissement Farmland Partners Inc, s'était engagé dans des transactions douteuses et risquait une «insolvabilité».

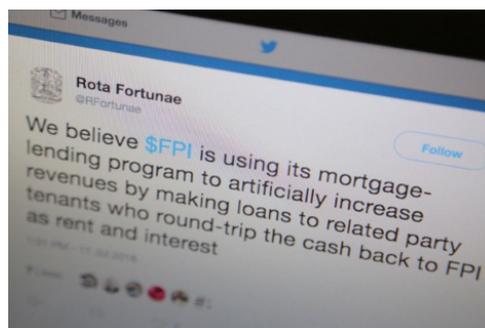


Figure 3: Tweet rota fortuna

La publication a fait baisser le prix des actions de 40% dans la journée . Les « victimes » sont les détenteurs d'actions qui ont besoin de vendre en urgence, sans pouvoir attendre que les cours retrouvent leur niveau d'avant la manipulation, comme cela peut être le cas de certains petits porteurs. Exceptionnellement, la « victime », arroseur arrosé, peut-être le spéculateur lui-même. C'est le cas dans la récente affaire Gamestop. Promise à un avenir sombre en raison de l'essor de la vente de jeux dématérialisés, la chaîne américaine de magasins de jeux vidéo GameStop (Micromania en France) voit le cours de son action descendre depuis plusieurs années. De 60 dollars à la fin 2007, le prix d'une action s'échangeait à 2,57 dollars en mars 2020.

La situation précaire de cette société a attiré l'attention de certains fonds d'investissement spécialisés dans la vente à découvert.

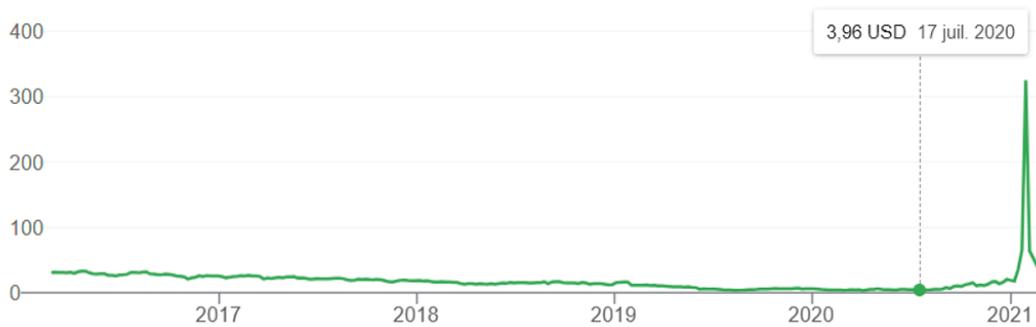


Figure 4: Cours Game Stop 2016 - Février 2021

C'était compter sans les trentenaires boursicoteurs fans dans leur jeunesse de ces jeux vidéo. Regroupés sur la section "WallStreetBets" de leur plateforme Reddit, ils se sont coordonnés pour acheter massivement et faire monter le cours de l'action GameStop qui s'est envolé de 1 700% jusqu'à atteindre plus de 347 dollars : l'entreprise valait alors 10,3 milliards de dollars, soit l'équivalent du français Renault ! Cette manœuvre des utilisateurs de Reddit a pris à contre pied plusieurs fonds d'investissement qui avaient des positions importantes de ventes à découvert. Par exemple, le fonds Melvin Capital a été forcé de liquider ses positions sur les actions GameStop et a ainsi perdu 2,75 milliards de dollars. Les manipulateurs, qu'ils soient gros ou petits regroupés, indépendants ou instrumentalisés, peuvent en achetant ou vendant massivement faire bouger les cours. Certains hedge fund ou spéculateurs se cachent pour opérer les ventes à découvert dans des pays où l'enregistrement des transactions n'est pas public. Ils peuvent opérer sur des dark pools qui rendent ces opérations quasi impossibles à tracer. Quelle sera notre position éthique ? Les opinions sur l'avenir des entreprises doivent être libres comme la possibilité de jouer la hausse ou la baisse. Dans nos exemples, les joueurs qu'ils soient petits ou gros sont bien au courant des risques. Dans nos exemples, nous ne sommes pas en période où l'ajout de ces manipulations risque de participer à un effondrement boursier généralisé. Ainsi c'est un jeu à somme nulle entre deux spéculateurs. L'entreprise, elle, n'est pas touchée par ce mouvement erratique si elle peut montrer à ses actionnaires que cette manipulation ne touchera pas le cours boursier au-delà de quelques mois. Nous considérons comme une liberté le droit de spéculer.

8 Quel conséquentialisme : prendre en compte le court et le long terme

Toutefois, pour bien prendre en compte les conséquences des ventes à découvert, il faut analyser la multitude d'impacts d'un tel produit financier. Prenons exemple de la vente à découvert massive sur la livre sterling (£) par des spéculateurs le 16 septembre 1992. En 1990 l'Angleterre avait rejoint le fameux « ser-

pent monétaire ». Les États membres du Système Monétaire Européen (SME) s'engageaient à maintenir un taux de change entre eux (par exemple, la £ devait se négocier entre 2.8 et 3 Deutsch Mark (DM)). Les monnaies de pays sont échangées sur les marchés financiers au même titre que des actifs classiques. Les entreprises industrielles viennent par exemple couvrir leur risque de change quand elles exportent. Ce marché nommé Forex représente aujourd'hui un montant de l'ordre de 7 000 milliards de dollars par jour. Les banques centrales avaient pour rôle de superviser le taux de change.

8.1 A en juger sur le court terme, le vendredi 16 septembre est un Black Wednesday

Le spéculateur George Soros est convaincu que la livre sterling est surévaluée. Concrètement il croit qu'avec 1£ on devrait se procurer moins de 2.8 DM. L'outil financier permettant de faire du profit sur un actif surévalué est la vente à découvert. George Soros et son fond se lance alors dans une vente à découvert massive de la £ le 16 Septembre 1992. Ceci impacte immédiatement le cours de la £ et la Banque d'Angleterre est obligée de réagir afin de maintenir la livre dans le SME, conformément à ses engagements européens. La BoE (Bank of England) vend alors de ses réserves de change pour racheter de la £ afin de raffermir la monnaie britannique. En effet, en vendant du DM, l'offre de DM sur le marché augmente et le prix du DM par rapport à la livre baisse. De même, en rachetant de la £, la demande pour la £ augmente. Simple loi de l'offre et de la demande. La BoE investit plus de 2 milliard de £ par heure, mais n'arrive pas endiguer la baisse de la £. Les autres banques centrales européennes sont attendues à la manœuvre pour maintenir la £. En effet, la banque centrale allemande la BundesBank pourrait vendre du DM pour acheter de la £ et ainsi soutenir la BoE. Il n'en sera rien. La cavalerie n'arrivera jamais. La BoE utilisera un autre outil : le taux de rémunération des dépôts. Il s'agit du taux d'intérêt fixé par la banque centrale auquel sont rémunérés les dépôts que placent les banques auprès de la banque centrale. De ce fait plus d'établissements financiers sont incités à venir déposer leurs liquidités en £. Ceci permettrait de faire augmenter la £. Cependant, toutes ces actions s'avèrent vaines et rien n'arrête la chute de la £. Le 16 Septembre au soir le gouvernement britannique annonce la sortie de la £ du SME. Les spéculateurs l'emportent et encaissent leurs bénéfices.

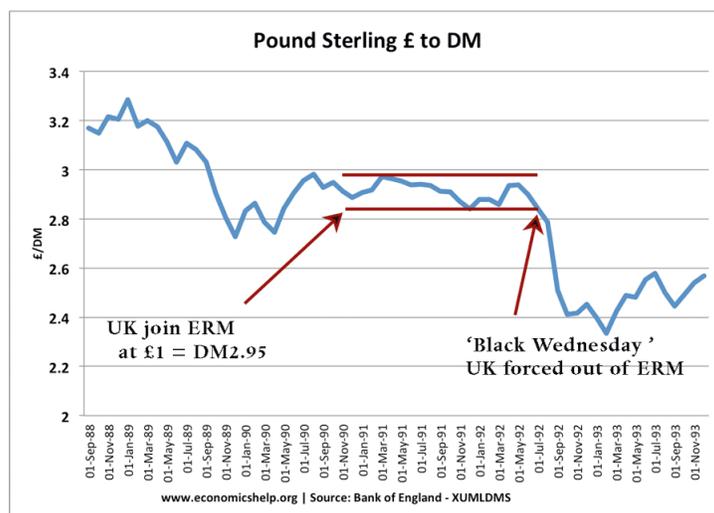


Figure 5: Cours £ au cours du temps

Le trésor britannique estimera les pertes à 3 milliards de £. George Soros empochera lui 1 milliard de £.

8.2 A en juger sur le long terme, le vendredi 16 septembre est un Golden Wednesday

Autre analyse, cette fois à long terme de cet évènement historique parfois qualifié de "casse de la Banque d'Angleterre". En effet, les effets économiques de la dévaluation de la livre n'ont pas été si néfastes. Tout le Royaume-Uni renouera à la croissance suite à cette dévaluation. Empêtrée dans une récession depuis presque 2 ans (croissance de -1.1% en 1991, -0.5% de Janvier à Septembre 1992), cette dévaluation a été un véritable coup de fouet pour l'économie britannique.

Dès le troisième trimestre de 1992, la croissance Britannique devient positive (2.5% en 1993 et 3.8% en 1994) et ceci pour près de 15 ans. De même, on constate une décreue du chômage (12% à 7%) peu de temps après la dévaluation et une baisse de l'inflation (de 6% à 2.5%). Ce niveau cycle vertueux est en grande partie attribué à la dévaluation de la £, qui retrouvera son niveau d'avant la dévaluation dès 1997.

On peut à long terme considérer que cette vente à découvert massive a permis à la livre de retrouver sa valeur "normale", "saine". A court terme cette vente à découvert a pu coûter une fortune aux contribuables anglais. Ainsi, l'on peut se demander, si les ventes à découvert sont un outil de pure spéculation ou un outil nécessaire du marché. Alors quelle conclusion éthique ? L'éthique déontologique aurait conduit à interdire la spéculation. L'éthique conséquentialiste apprécie l'impact à long terme sur les plus pauvres par la relance de l'emploi. Chaque membre de notre groupe a joué un jeu de rôle en portant successivement les casquettes de l'état, du spéculateur et du citoyen. Finalement, nous n'interdirions ni la vente à découvert, ni la spéculation.

9 Alors, quelle réglementation éthique ?

La première régulation fut mise en place lors de la crise économique de 2008. En effet, les ventes à découvert permettaient alors la spéculation à la baisse des institutions financières. Le président de l'autorité de régulation américaine (SEC), interdit en juillet 2008 la "vente à découvert nue" (sans emprunter les actions au préalable) sur 19 institutions financières. Devant la dégradation toujours plus importante de la santé du marché, la mesure est étendue en septembre 2008 à près de 800 institutions pour 3 semaines. Les autorités de régulation européennes, dont le régulateur français (l'Autorité des Marchés Financiers), adoptèrent des restrictions similaires, l'Australie allant même jusqu'à interdire les ventes à découvert sur les valeurs non financières. Comme nous l'avons vu précédemment avec l'exemple de GameStop, les rumeurs du marché ont un impact considérable via les ventes à découvert. C'est pourquoi ces dernières ont été restreintes lors de la crise grecque (2010/2011). L'Allemagne décréta unilatéralement que les ventes à découvert sur les obligations souveraines de la zone euro n'étaient plus autorisées. L'AMF procéda même à des interdictions ciblées, notamment en 2010 concernant la Société Générale, particulièrement liée à la crise grecque. Les interdictions les plus récentes concernent la crise sanitaire du coronavirus. La certitude quasi universelle que toute l'économie allait s'écrouler persuada les autorités de régulation d'interdire les positions courtes pendant plusieurs mois. Ces mesures temporaires ont été prises avec l'idée de les maintenir aussi peu longtemps que possible.

Il n'existe à ce jour aucune méthode pour quantifier l'impact des ventes à découvert sur le marché, aucune jauge sur laquelle se baser pour restreindre les ventes à découvert, au lieu de décider au juger comme c'est le cas aujourd'hui.

Pour notre part, nous proposons une réglementation dépendant de la météo économique. Dans tous les cas, il conviendra de renforcer l'enregistrement obligatoire des transactions auprès des régulateurs et des marchés financiers nationaux. Le régulateur fournirait publiquement pour chaque actif un ratio pour savoir si les ventes à découvert excèdent les ventes mensuelles. Nous pensons également nous appuyer sur un baromètre.

9.1 Baromètre économique "temps calme"

Nous proposons de garder les règles actuelles : les ventes à découvert sur plus de 0.25% du capital des institutions financières doivent être rendues publiques. En dévoilant ainsi leurs intentions, les participants révèlent s'ils sont en possession d'informations négatives concernant l'institution et l'opération devient alors moins profitable. Pour les entreprises cotées, les ventes à découvert à partir de 0.2% du capital doivent être notifiées aux régulateurs de marché et celles sur plus de 0.5% du capital doivent être rendues publiques.

9.2 Baromètre économique “vent violent”

En cas de crise violente, nous proposons de limiter les ventes à découvert à caractère spéculatif. Les institutions financières se livrant à ces pratiques devront justifier mathématiquement, à travers un modèle quantitatif de gestion du risque, que leur vente à découvert correspond soit à la couverture d’un risque, soit au maintien de leur portefeuille d’investissement. Rappelons également que l’impossibilité de vente à découvert n’est pas une catastrophe pour l’entreprise. Certaines entreprises ont fait le choix de se priver des avantages des positions courtes de manière permanente en supprimant la possibilité de vendre leur titre à découvert. On peut citer pour exemple Nestlé et Michelin.

10 Conclusion

Nous avons vu que les ventes à découvert sont des produits très ambivalents. À la fois un outil de spéculation permettant de gros bénéfices, parfois au détriment d’autres acteurs, mais également un outil permettant d’augmenter la liquidité d’un titre ou de couvrir une position.

Il s’agit d’un outil presque parfait qui peut être intelligemment utilisé par des investisseurs raisonnables, mais il peut vite devenir un outil bien plus dangereux entre les mains d’acteurs moins éthiques. L’arme du crime se trouve être également un objet banal, potentiellement bénéfique voire indispensable pour un marché sain.