

Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert

Groupe de travail animé par
Marie-Ange Debon et
Jean-Pierre Hellebuyck,
Membres du Collège de l'AMF

23 février 2009

Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert

SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	3
PREMIERE PARTIE : LES DISPOSITIONS EN VIGUEUR EN FRANCE.....	5
I- le régime applicable en période « normale »	5
A) Il importe en premier lieu de préciser ce qu'il faut entendre par l'expression « vente à découvert »	5
a) Définition générale.....	5
b) Le cas particulier du vendeur ne disposant pas des titres à livrer en j+3.....	5
c) Du concept de vente à découvert au concept plus général de position courte	6
B) Les grandes lignes de la réglementation française, « en temps normal »	6
C) Le principe affirmant la nécessité de livrer en j+3 les titres vendus en j.....	7
D) Les conséquences, pour les intermédiaires, de l'obligation de livrer en j+3 les titres vendus en j	7
a) Lorsqu'un intermédiaire financier agit pour compte propre	7
b) Lorsque le prestataire n'agit pas pour compte propre mais pour le compte d'un client	8
c) Les interventions spécifiques de la chambre de compensation.....	8
E) Les questions qui restent soulevées par le dispositif mis en œuvre « en temps normal »	8
a) La nécessité de disposer en j+3 des titres vendus en j : champ de l'applicabilité des exigences réglementaires : problème des ordres directs, problème des ordres exécutés hors de France	8
b) La nécessité de disposer en j+3 des titres vendus en j : problématique des sanctions des vendeurs	9
c) Possibilité, pour le régulateur, d'adopter des mesures exceptionnelles en temps de crise.....	9
II- le régime exceptionnel adopté en septembre 2008 pour les valeurs du secteur financier.....	10
A) De la difficulté de l'étude d'impact.....	10
B) Le prêt des titres concernés rendu plus difficile : le dispositif exceptionnel pourrait avoir efficacement limité les ventes à découvert des valeurs concernées, mais il est assorti de conséquences négatives. Impression générale de scepticisme.	10
C) Le reporting des positions	11
D) Une harmonisation limitée avec les autres Autorités.....	12
DEUXIEME PARTIE : LES PISTES D'AMENAGEMENT ENVISAGEABLES	13
I- la régulation des ventes à découvert, hors période de trouble exceptionnel de marché	13
A) Faut-il, en toute période, proscrire toute forme de « vente à découvert » ?.....	13
a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :.....	13
b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :	13
c) Synthèse	14
B) Doit-on exiger de tout intermédiaire financier recevant un ordre de vente, qu'il ait, dès le jour de la négociation (J), l'assurance de la part de son donneur d'ordre qu'il sera bien en mesure de livrer les titres en J+3 ?	14
1) Exiger la provision préalable.....	14
a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :.....	14
b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :	15
c) Synthèse	15

2) Exiger de façon systématique que le vendeur, d'ores et déjà engagé à livrer des titres pour permettre leur livraison en j+3, convienne avec son intermédiaire que ce dernier devra les emprunter pour pouvoir les livrer s'il n'est pas en mesure de respecter son engagement.....	15
a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :.....	15
b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :.....	15
c) Synthèse	16
3) Exiger que le vendeur puisse s'engager vis-à-vis de son intermédiaire financier qu'il sera en mesure de livrer en j+3	16
a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :.....	16
b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :.....	16
c) Synthèse	16
C) Faut-il encadrer le prix des ventes à découvert ?	17
a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :.....	17
b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement	17
c) Synthèse	17
D) Quelle transparence pour les ventes à découvert ?	17
1. La publication de la position nette économique à la baisse dépassant un pourcentage déterminé du capital émis.....	18
a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :.....	18
b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :.....	18
c) Synthèse	18
2. Déclaration de toute position à la baisse au régulateur et publication par ce dernier d'une donnée agrégée.....	19
a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :.....	19
b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :.....	19
c) Synthèse	19
3. Information au régulateur sur les flux (marquage) et les stocks	19
a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :.....	19
b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :.....	20
c) Synthèse	20
E) Faut-il améliorer la transparence des opérations de prêts de titres ?	20
a) Les arguments en faveur d'une information du régulateur et du marché sont principalement :.....	21
b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :.....	21
c) Synthèse	21
II- la régulation des ventes à découvert en période de trouble exceptionnel de marché.....	22
Conclusion	24

Annexes

INTRODUCTION

Le 6 novembre 2008 a été annoncée la création, par le Collège de l'AMF, d'un groupe de travail destiné à visiter le sujet de la réglementation applicable, en France, aux « ventes à découvert ». Cette décision s'inscrivait dans le prolongement des mesures exceptionnelles adoptées par le Collège le 19 septembre dernier, lorsque, dans le sillage des dispositions de même nature, adoptées la veille par la SEC et la FSA, il avait été notamment décidé de proscrire les « ventes non sécurisées » portant sur les valeurs financières négociées sur les marchés réglementés français et d'imposer une transparence des positions courtes sur les mêmes titres¹. En revanche, le Collège n'avait pas décidé de proscrire les ventes à découvert (ventes de titres dont la livraison à bonne date, en j+3, est assurée par le donneur d'ordre grâce à un emprunt des titres concernés)². Le Collège avait également décidé d'interdire la constitution d'une position vendeuse nette par l'intermédiaire des instruments financiers à terme. Cette mesure figurait dans le document du 23 septembre 2008 intitulé « Questions – réponses sur le communiqué de l'AMF : *Ventes à découvert : interdictions des transactions non sécurisées et transparence des positions courtes sur titres du secteur financier* »³.

En créant le groupe de travail dont l'animation a été confiée à deux de ses membres, Marie-Ange Debon et Jean-Pierre Hellebuyck, le Collège entendait pouvoir disposer d'une analyse aussi approfondie que possible des aménagements qu'il conviendrait d'apporter au régime prévalant en temps normal, une fois échu la période d'application des mesures exceptionnelles adoptées en septembre 2008, pour une durée minimale de trois mois. La lettre de mission adressée aux deux animateurs du groupe de travail demandait qu'il soit répondu notamment aux questions suivantes :

- quelles sont les opérations qui seraient visées par le nouveau cadre réglementaire ?
- quelles seraient les exigences respectivement applicables à l'investisseur, à l'intermédiaire financier en charge de la transmission ou de l'exécution de l'ordre, à l'intermédiaire financier teneur de compte conservateur?
- quelles seraient les dispositions à prendre en termes de transparence sur les positions nettes économiques à la baisse ?

¹ Le point 3 du communiqué de presse de l'AMF relatif à ces mesures est le suivant : *Par référence à l'article 570-1 du règlement général, tout prestataire de service d'investissement recevant un ordre de vente portant sur l'une des valeurs concernées doit requérir, de la part de son donneur d'ordre, le dépôt dans ses livres, préalablement à l'exécution de l'ordre, des titres appelés à être vendus ou, s'il n'assure pas lui-même la conservation des avoirs de son client, obtenir de sa part l'assurance de la détention des titres en cause.*

Le point 4 du communiqué est le suivant : *Toute personne détenant une position économique nette à la baisse supérieure à 0,25% du capital de l'une des sociétés concernées, doit en informer l'AMF (service de la surveillance du marché) et le marché, au plus tard en j+1, par tout moyen approprié.*

² Toutefois, le point 6 du communiqué précisait : *Afin de réduire les causes de perturbation du marché, il est enfin demandé aux institutions financières de s'abstenir de prêter l'un des titres concernés, sauf s'il s'agit de couvrir une position déjà prise, de respecter un engagement contracté avant la mise en œuvre des présentes mesures ou encore, d'une manière générale, s'il s'agit d'une opération sans lien avec une prise de position à la baisse.*

³ A la question 8 de ce document intitulée : *Un investisseur a-t-il le droit de constituer une position vendeuse sur un des titres concernés, en utilisant des dérivés ? L'intermédiaire financier, qui est sa contrepartie, peut-il couvrir sa position sur le marché du titre ?* il était répondu : *Non, l'investisseur ne peut utiliser les instruments dérivés pour constituer une position vendeuse ; il ne peut les utiliser que pour couvrir une position longue. L'intermédiaire financier contrepartie dans cette dernière situation doit s'assurer que l'investisseur ne constitue pas une position vendeuse nette. S'agissant de ses propres interventions, dans le cadre de la couverture liée à une telle transaction l'intermédiaire financier, agissant en qualité d'apporteur de liquidité, conformément au a/ du point 7, n'est pas tenu de détenir les titres au moment de leur cession. A nouveau il est rappelé que conformément aux dispositions du point 6 du communiqué, l'AMF demande aux institutions financières de s'abstenir de prêter l'un des titres concernés.*

- quelles seraient les dispositions à prendre s'agissant de l'information du régulateur et du marché sur les opérations de prêt-emprunt de titres ?

Il était en outre spécifié que les travaux à conduire devaient être de nature à servir de base à une approche aussi homogène que possible entre la place de Paris et les principales places financières étrangères – et notamment celles qui abritent les marchés gérés par Euronext.

Lors de sa réunion du 18 décembre 2008, le Collège a décidé de maintenir en l'état les dispositions exceptionnelles arrêtées le 19 septembre précédent, précisant qu'il entendait réexaminer la question courant février 2009, sur la base des réflexions attendues de la part du groupe de travail et en prenant en compte les travaux conduits sur le même sujet au sein de CESR et de l'OICV .

Le présent rapport commencera par rappeler l'économie du dispositif applicable en France, tant en temps normal que celui adopté pour les valeurs financières en septembre dernier, en mettant en évidence ses qualités comme ses limites telles que révélées par les événements récents. La seconde partie analysera les pistes d'aménagement envisageables, en distinguant les mesures permanentes et celles qu'il apparaîtrait souhaitable de pouvoir mettre en œuvre en temps de crise des marchés. Les propositions retenues seront naturellement inspirées par le souci de recueillir l'adhésion des principaux régulateurs étrangers, tant il est vrai que la mondialisation des marchés rendrait largement vaine toute prétention à disposer d'une réglementation efficace qui resterait purement domestique.

PREMIERE PARTIE : LES DISPOSITIONS EN VIGUEUR EN FRANCE

I- LE REGIME APPLICABLE EN PERIODE « NORMALE »

A) Il importe en premier lieu de préciser ce qu'il faut entendre par l'expression « vente à découvert »

a) Définition générale

Il convient tout d'abord de noter que la notion de vente à découvert recouvre différentes acceptions et situations. On peut dans une première approche définir la vente à découvert comme une vente de titres qui expose le vendeur à un risque de gain ou de perte selon que respectivement le cours des titres vendus baisse après la cession ou au contraire monte. Elle s'oppose à une vente couverte, qui rend le vendeur insensible à une baisse ou à une hausse des titres concernés après leur cession.

On notera également en introduction que dans une grande majorité de situations, le vendeur à découvert procède en parallèle à un emprunt de titres, ce qui conduit à ce qu'il soit réellement le propriétaire des titres qu'il vend, puisqu'en droit français l'emprunt de titres est générateur d'un transfert de la propriété des titres au profit de l'emprunteur. La vente à découvert peut aussi se matérialiser par une position optionnelle comme indiqué au point c) ci-dessous.

b) Le cas particulier du vendeur ne disposant pas des titres à livrer en j+3

Il convient de signaler, dans ce tableau, un cas particulier de la vente à découvert telle que décrite ci-dessus. Ce cas particulier est celui des ventes de titres par un investisseur spéculant à la baisse de ces titres, mais le cas est particulier parce que cette vente de titres ne donne pas lieu à livraison, à la date normale de livraison, en général j+3 si j est le jour de la négociation. L'investisseur vendeur, délibérément ou accidentellement, n'emprunte pas les titres, soit parce qu'il entend éviter le coût de l'emprunt, soit parce qu'il n'est pas en mesure de les emprunter. On peut illustrer ce phénomène de façon simple sinon simpliste : un investisseur donne en j un ordre de vente à un négociateur d'une certaine quantité de titres. En j+3, il ne livre pas les titres, plus précisément son teneur de compte conservateur ne livre pas les titres parce que le compte n'est pas approvisionné par le vendeur, soit pour des raisons techniques, soit de manière délibérée. Dans cette dernière situation, le vendeur espère que les titres baisseront et qu'il pourra les racheter ultérieurement à un prix sensiblement inférieur au prix auquel il les aura cédés. Au moment de cet achat il sera (enfin) en mesure de les livrer pour honorer son engagement de livraison consécutive à la vente, sans avoir eu un coût d'emprunt à supporter ! Certaines réglementations tolèrent plus ou moins ce type de situations. On verra que ce n'est pas le cas de la réglementation française.

Ces ventes à découvert sont qualifiées de *naked short selling*, ce que l'on peut traduire littéralement par ventes nues, non approvisionnées ni livrées. Il existe toutefois un certain nombre de variantes du *naked short selling*. Ainsi on peut imaginer, à titre d'illustration, les cas de figure suivants :

- le vendeur de titres n'a ni la provision en j, ni les titres nécessaires pour livrer en j+3 : il s'agit bien de *naked short selling* ;
- le vendeur n'a pas de provision en j, mais en j+3 il reçoit les titres et est donc en mesure de les livrer ; il y a *naked short selling* de j à j+3 non compris, mais en définitive, les titres sont bien livrés en j+3 : le *naked short selling* n'est que partiel ou il n'y a pas à proprement parler de *naked short selling* ;
- le vendeur n'a pas de provision titres en j, mais il a la certitude raisonnable de pouvoir disposer des titres en j+3 et donc de pouvoir livrer, par exemple parce qu'il dispose d'un accord cadre avec un prêteur structurel de titres. On peut penser là que la qualification de *naked short selling* n'est pas justifiée.

c) Du concept de vente à découvert au concept plus général de position courte

En réalité, l'acception la plus proche aujourd'hui des préoccupations du régulateur de la « vente à découvert » dépasse cette approche de la vente de titres empruntés et s'entend de toute prise de position économique à la baisse sur un titre déterminé ; cette prise de position, dite position courte, qui génère par définition un gain en cas de baisse des titres et une perte en cas de hausse, peut avoir lieu en direct sur les titres concernés (c'est la vente à découvert classique) ou avoir lieu grâce à l'usage d'un produit dérivé, par exemple l'acquisition d'une option de vente. C'est cette prise de position économique à la baisse, cette position courte, qui retient l'attention des régulateurs, soucieux d'apprécier si ce type de comportement ne porte pas atteinte au bon fonctionnement du marché. En effet, la prise de position courte est susceptible de générer un flux de vente de titres dont on peut raisonnablement supposer qu'il n'aurait pas eu lieu en l'absence de cette prise de position. Ce flux de vente de titres se produit tant lorsque la position est prise en direct (vente de titres empruntés) que lorsqu'elle est prise via les instruments financiers à terme. Ainsi, l'acheteur d'une option de vente⁴ a en face de lui un vendeur dont on peut raisonnablement supposer qu'il va se couvrir du risque de baisse qu'il encourt au cas où l'acheteur exercerait son option, en vendant, selon les circonstances, tout ou partie des titres qu'il doit également emprunter à cette fin. Ce processus n'est toutefois pas systématique. Le vendeur de l'option de vente peut prendre délibérément une position longue, et dans ce cas il ne se couvre pas en empruntant tout ou partie des titres pour les vendre.

B) Les grandes lignes de la réglementation française, « en temps normal »

La réglementation française n'interdit pas, en temps normal, la prise de position courte sur un titre. Elle n'interdit naturellement pas l'usage d'instruments financiers à terme permettant de prendre une position économique nette à la baisse sur un titre déterminé. Elle n'exige pas que le vendeur dispose, au moment de la transaction, des titres qu'il cède. Tel est à l'évidence le cas des transactions « de gré à gré » qui relèvent, par définition, d'un accord entre les parties. Tel est aussi le cas des transactions effectuées sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociations⁵.

La réglementation française (article 570-1 du règlement général de l'AMF) exige en revanche qu'à la date normale de livraison, en principe j+3, l'investisseur dispose des titres sur son compte titres pour être en mesure de les livrer⁶. Il n'est pas question de permettre à un investisseur désireux de prendre une position courte sur des titres en les vendant, d'attendre que la baisse des cours se produise sans livrer les titres vendus en j+3. Il n'est pas question non plus pour un teneur de compte conservateur de livrer les titres vendus pour le compte de son client en tirant sur la masse des titres déposés chez lui par les autres clients. La réglementation française bannit les *suspens* de livraison, mais on sait que des *suspens* se produisent régulièrement pour des raisons techniques et pour un nombre de titres très limité. La même réglementation bannit absolument *le tirage sur la masse*⁷.

⁴ L'acheteur d'une option de vente achète, contre paiement d'une prime, le droit de vendre un nombre déterminé de titres à un prix déterminé et à une échéance déterminée ou pendant une période déterminée. Il espère acheter les titres en question à un prix inférieur au prix auquel il a obtenu le droit de les vendre pour, compte tenu du paiement de la prime, réaliser un gain.

⁵ Il convient, à cet égard, d'observer que les restrictions susceptibles d'être mises en place ou envisagées, concernent les transactions effectuées sur un marché, étant cependant précisé que, s'il s'agit d'appréhender une position économique à la baisse, en demandant (cf. infra) qu'une telle position soit rapportée au régulateur ou rendue publique, les transactions de gré à gré ont lieu d'être également prises en compte.

⁶ L'article 570-1 du règlement général de l'AMF dispose en effet : « L'acheteur et le vendeur sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer les instruments financiers, à la date mentionnée à l'article 570-2 (sauf exceptions cette date, précise l'article 570-2, intervient au terme d'un délai de trois jours de négociation après la date d'exécution des ordres).

Le prestataire auquel l'ordre est transmis peut exiger, lors de la réception de l'ordre ou dès son exécution, la constitution dans ses livres, à titre de couverture, d'une provision en espèces en cas d'achat, en instruments financiers objets de la vente en cas de vente. »

⁷ Un teneur de compte conservateur procède à du « tirage sur la masse » lorsque pour livrer les titres cédés par un vendeur défaillant, il puise sur la conservation des titres appartenant aux autres clients.

C) Le principe affirmant la nécessité de livrer en j+3 les titres vendus en j

Lorsqu'une négociation a lieu sur un marché règlementé ou sur un système multilatéral de négociation, l'acheteur et le vendeur sont, dès la négociation, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer les instruments financiers négociés, à la date normale de règlement- livraison j+3.

En application de l'article 570-1 du règlement général de l'AMF, mentionné ci-dessus et reproduit en note, le prestataire⁸ auquel l'ordre est transmis a la faculté- mais non l'obligation- d'exiger de son donneur d'ordre, dès réception de l'ordre ou dès son exécution, la constitution d'une provision en espèces en cas d'achat ou en instruments financiers, objets de la cession, en cas de vente⁹. Il convient d'observer que, dans les faits, si l'intermédiaire financier auquel l'ordre est transmis assure la conservation des actifs de son client, il va normalement, dès la négociation, débiter le compte du client des espèces (en cas d'achat) ou des titres (en cas de vente), correspondant à l'exécution de l'ordre.

Lorsque l'intermédiaire financier chargé de l'exécution de l'ordre n'assure pas la conservation des actifs du client – et c'est la plupart du temps le cas pour les ordres émanant des investisseurs institutionnels¹⁰ – ce n'est généralement qu'entre la date de la négociation et la date de règlement-livraison qu'interviendra le transfert par le vendeur des titres cédés, de son propre compte chez son teneur de compte conservateur vers l'intermédiaire financier chargé de la livraison. On verra plus loin que si le vendeur ne dispose pas des titres à livrer sur son compte titres au jour du règlement livraison, la réglementation n'appréhende pas clairement une telle situation.

Que le client ait ou non son compte en conservation chez l'intermédiaire auquel il transmet son ordre, rien ne lui interdit d'emprunter le nombre de titres qu'il compte vendre. L'essentiel est qu'il dispose des titres en j+3 pour qu'ils soient livrés en temps voulu.

D) Les conséquences, pour les intermédiaires, de l'obligation de livrer en j+3 les titres vendus en j

Si la réglementation n'interdit donc pas les « ventes à découvert », elle en cantonne précisément strictement la portée, notamment au travers des exigences pesant sur les intermédiaires financiers quant au respect des obligations de règlement-livraison.

a) Lorsqu'un intermédiaire financier agit pour compte propre

Tout défaut de livraison revêt a priori un caractère illégitime, puisque l'intermédiaire ne devrait pas ignorer son incapacité à honorer son obligation de livrer en temps et en heure. Le règlement général de l'AMF prévoit ainsi que la conservation appartenant en propre au prestataire de services d'investissement doit faire l'objet d'un contrôle systématique de manière à ce qu'à la suite d'une opération pour compte propre, il ne risque pas de se trouver en défaut en J+3. Il est ainsi prévu : « faute de disponibilités en conservation propre suffisantes, le teneur de compte conservateur recourt à un emprunt des instruments financiers en cause ». Il ne s'agit pas là d'une simple faculté mais d'une obligation et la réglementation précise que la livraison résultant de l'emprunt doit coïncider avec la date à laquelle le prestataire est

⁸ Les ordres sont généralement transmis au négociateur via le teneur de compte conservateur pour la clientèle dite de détail. En revanche, les ordres des clients institutionnels sont généralement transmis directement au négociateur par les investisseurs. On parle alors d'ordres directs.

⁹ S'agissant de la relation entre le donneur d'ordre et l'intermédiaire financier auquel l'ordre est transmis, un régime particulier s'applique aux « ordres avec service de règlement et de livraison différés », en vigueur pour les valeurs les plus actives du marché géré par Euronext-Paris ; si l'intermédiaire financier accepte d'offrir un tel service à un client, il va acheter ou vendre sur le marché mais se substituer à son client pour régler ou livrer en J+3. En fin de mois civil, le client devra régler ou livrer à son intermédiaire le solde net de ses opérations. La réglementation exige de l'intermédiaire offrant un tel service qu'il appelle auprès de son client, dès avant l'exécution de son ordre, une couverture dont la composition et le taux minimal sont fixés par l'AMF. En cas de circonstance exceptionnelle, le régulateur peut majorer jusqu'à 100% les taux de couverture.

¹⁰ Dans ce cas et en pratique, l'intermédiaire chargé de l'exécution de l'ordre n'exige pas la constitution, dans ses livres, de la provision des titres appelés à être cédés.

engagé à livrer. La Commission des sanctions a eu l'occasion de sanctionner pour défaut de livraison à bonne date, un tel prestataire agissant pour compte propre (cf. décision de la Commission des sanctions à l'égard de la Banque d'Orsay, 4 septembre 2008).

b) Lorsque le prestataire n'agit pas pour compte propre mais pour le compte d'un client

Si le client n'a pas livré les titres à la date prévue, la réglementation prévoit que le prestataire doit les lui réclamer dans les meilleurs délais, que ce prestataire exerce ou non la fonction de tenue de compte-conservation du client; parallèlement, il doit reconstituer la provision manquante, soit par un emprunt, soit par un rachat. Ainsi le fait de « subir » un suspens n'exonère pas le prestataire de la responsabilité de le résorber dans les meilleurs délais. Il est évidemment plus aisé d'agir en ce sens dans le cas où l'ordre transite pour la clientèle de détail par le teneur de compte conservateur du client. Dans le cas de l'ordre direct, il arrive en pratique que les prestataires considèrent qu'il ne leur appartient pas de suivre l'état du compte d'un intéressé chez son teneur de compte conservateur.

Les dispositions applicables en termes de contrôles devant être mis en œuvre par les prestataires de services d'investissement-teneurs de compte conservateurs ont pour objet de proscrire tout laxisme en la matière – et notamment, comme cela a déjà été indiqué précédemment, tout « tirage sur la masse », ce qui implique de bannir tout compte débiteur.

c) Les interventions spécifiques de la chambre de compensation

Les opérations traitées sur le marché et prises en charge par la Chambre de compensation (LCH Clearnet SA) font l'objet d'un dénouement via le gestionnaire du système de règlement-livraison (Euroclear France). Les règles de fonctionnement de ces deux institutions - approuvées par l'AMF - prévoient les mesures applicables aux intermédiaires financiers n'ayant pas résorbé leurs suspens dans les délais prescrits¹¹. Ainsi, la Chambre de compensation est-elle conduite à engager une procédure de rachat dès lors qu'un adhérent compensateur n'a pas été en mesure de résorber un suspens dans un délai de 7 jours après la date normale de règlement-livraison. Le rachat s'effectue aux risques et péril du compensateur défaillant, lequel pourra en répercuter l'incidence sur le donneur d'ordre responsable de ladite défaillance. Il est à noter que le délai permis par les règles de la chambre de compensation est sensiblement plus large que le délai de j+3 prévu par le règlement général de l'AMF. En principe, la procédure de rachat de la chambre de compensation intervient pour des valeurs dont le marché peu liquide n'a pas permis le recours normal à la procédure d'emprunt pour résorber le suspens. Dans cette situation particulière, la chambre de compensation offre un délai supplémentaire raisonnable. Le coût de la défaillance est susceptible d'être très élevé pour le vendeur concerné.

E) Les questions qui restent soulevées par le dispositif mis en œuvre « en temps normal »

Bien que le régime actuel se soit révélé sans doute l'un des plus adaptés des régimes européens, il soulève un certain nombre de questions par rapport à la problématique générale que le groupe de travail avait mission d'examiner, dans l'hypothèse où il serait en définitive estimé, au terme d'une analyse développée ci-après, qu'il n'y aurait pas lieu de proscrire ou de restreindre, en régime normal, toute forme de vente à découvert. Ces questions sont les suivantes :

a) La nécessité de disposer en j+3 des titres vendus en j : champ de l'applicabilité des exigences réglementaires : problème des ordres directs, problème des ordres exécutés hors de France

Lorsqu'il reçoit un ordre de vente d'un client dont il n'assure pas la conservation des titres, l'intermédiaire financier est dans l'incapacité de savoir si son client dispose – ou non – des titres cédés. C'est entre j et j+3 qu'il constatera que les titres à livrer pour le compte de son client, dans les systèmes de règlement-

¹¹ Les règles relatives au traitement des suspens par la chambre de compensation ne sont pas, dans certains pays, du ressort de l'autorité de marché. En Angleterre notamment, ces règles ressortissent aux marchés.

livraison de place, ont bien été transmis aux fins de livraison ou qu'à défaut, il devra prendre les mesures palliatives nécessaires ; aussi bien doit-on s'interroger sur l'opportunité d'exiger de la part du donneur d'ordre qu'il garantisse à son intermédiaire, au moment de lui transmettre un ordre direct, qu'il dispose des titres qu'il entend céder, soit parce qu'il les a acquis précédemment, soit parce qu'il a la certitude d'être en mesure de les acquérir d'ici à j+3 ou de les emprunter, de telle sorte que la livraison puisse intervenir à la date requise.

Une telle approche pose la question plus générale de l'application, au-delà des frontières, de la réglementation édictée. En d'autres termes, de quels moyens dispose le régulateur pour imposer le respect d'un dispositif qu'il entendrait appliquer au cas d'un client situé à l'étranger et transmettant son ordre à un intermédiaire situé lui-même à l'étranger ?

Si l'opération est exécutée en France, elle passe par la chambre de compensation. L'intermédiaire non résident dispose alors d'un compensateur auprès de la chambre et il est « rattrapé » par les règles de la compensation mentionnées précédemment.

Si l'intermédiaire intervient sur un autre marché ou SMN que le marché réglementé français ou qu'un SMN français, passe par une chambre de compensation autre que la chambre française, le dispositif réglementaire n'est plus efficace en l'absence d'une harmonisation internationale des règles. L'éclatement croissant des marchés et des chambres de compensation risque alors de favoriser la recherche du régime le plus laxiste.

b) La nécessité de disposer en j+3 des titres vendus en j : problématique des sanctions des vendeurs

Comme précédemment exposé, le régime repose, pour l'essentiel, sur le respect de la date normale de règlement-livraison, afin entre autres de contraindre les vendeurs ne disposant pas des titres cédés en j+3, à acquitter le coût de l'emprunt devenu nécessaire.

En fait, la situation est plus complexe. Certes, le coût de l'emprunt des titres peut représenter un coût non négligeable, voire un coût dissuasif. Mais en définitive ce sont les intermédiaires financiers qui sont au premier chef, vis-à-vis du régulateur, redevables de l'obligation de respecter les dates de règlement-livraison et qui pourront, le cas échéant, être sanctionnés s'ils venaient à manquer à leurs obligations. Dans l'hypothèse où l'intermédiaire rachète la position du client en défaut de livraison ou emprunte les titres pour être en mesure de les livrer, et à condition que les coûts soient effectivement répercutés au vendeur, ce dernier subit une sanction « économique ». Mais il n'est pas aujourd'hui de véritable sanction infligée par l'Autorité des marchés à l'encontre du vendeur défaillant. La sanction est donc seulement économique et on a du mal à appréhender son caractère dissuasif ou non. Il convient ainsi de s'interroger sur les voies et moyens de faire supporter par un client les conséquences de sa défaillance¹².

c) Possibilité, pour le régulateur, d'adopter des mesures exceptionnelles en temps de crise

La réglementation actuelle ne donne au régulateur que des moyens juridiques limités pour adopter, en cas de circonstances exceptionnelles, un régime plus strict que le régime actuel, hormis le cas très spécifique des ordres avec service de règlement et livraison différés et sauf quand le manquement aux obligations posées s'analyse comme un abus de marché. A l'évidence, les circonstances de marché ont montré la nécessité de doter le régulateur d'un arsenal plus spécifique que le recours à la notion d'abus de marché, s'il est estimé nécessaire d'adopter en tant que de besoin un régime d'exception.

¹² Il convient, à cet égard, d'observer que les restrictions mises en place ou envisagées, concernent les transactions effectuées sur un marché réglementé ou sur un SMN, étant cependant précisé que, s'il s'agit d'appréhender une position économique à la baisse, en demandant (cf. infra) qu'une telle position soit rapportée au régulateur ou rendue publique, les transactions de gré à gré ont lieu d'être prises en compte.

II- LE REGIME EXCEPTIONNEL ADOPTE EN SEPTEMBRE 2008 POUR LES VALEURS DU SECTEUR FINANCIER

Les mesures composant ce régime exceptionnel ont été rappelées au début de ce rapport. Une appréciation de la portée de ce dispositif est ci-dessous proposée.

A) De la difficulté de l'étude d'impact

L'objectif de l'étude d'impact est d'apprécier dans quelle mesure le dispositif exceptionnel a été efficace. Il s'agit d'examiner si, en l'absence de ce dispositif, les valeurs concernées auraient ou non baissé plus sensiblement qu'elles ne l'ont fait depuis qu'elles sont « protégées » par ce dispositif. Encore convient-il d'évaluer de combien, en l'absence du dispositif protecteur, les valeurs concernées auraient baissé.

La difficulté est sensible car comment peut-on réellement imaginer quelle aurait été l'évolution des valeurs en l'absence du régime exceptionnel ? Une solution passe par l'examen de valeurs dont on peut considérer qu'elles sont comparables aux valeurs concernées, mais qui n'ont pas été protégées. Dans le cas précis de la France, il semble pratiquement impossible d'établir un échantillon de valeurs qui permettraient un tel examen. Le secteur des valeurs financières est en effet très spécifique. Aucun autre secteur ne peut par hypothèse être aisément considéré comme comparable.

Les travaux menés à ce sujet par le Service de Surveillance de l'AMF ont montré un impact assez réduit des mesures exceptionnelles prises. Une comparaison des principales variables 5 jours avant l'annonce des mesures prises par l'AMF, le 19 septembre, et 5 jours après, (une comparaison sur une durée plus longue donne encore moins de résultats, sans doute du fait que des facteurs exogènes ont pesé sur les cours par ailleurs), ne montre que peu d'écarts significatifs.

Dans ces travaux, les effets statistiquement observables mais peu marqués portent sur :

- la variation des cours, marquée par une baisse un peu plus faible après les mesures qu'avant ;
- le volume d'échanges et le nombre de transactions, qui se réduit après les mesures ;
- la volatilité des valeurs financières reste inchangée, alors que la volatilité des autres valeurs du CAC 40 s'accroît sur la période.

Il n'y a pas eu d'effet observable sur les fourchettes de cours.

Il est enfin à noter que le traitement de la journée du 19 septembre elle-même change les résultats du tout au tout, si l'on tente de l'inclure dans l'une des deux périodes évoquées ci-dessus : cinq jours avant – cinq jours après le 19 septembre ; ceci confirme l'analyse selon laquelle le marché s'est surtout ajusté le jour même.

Une autre méthodologie consiste à recueillir le témoignage des milieux professionnels directement impactés. C'est ce qu'a fait le groupe de travail, tant en recueillant les témoignages de ses membres qu'en auditionnant des personnes extérieures.

B) Le prêt des titres concernés rendu plus difficile : le dispositif exceptionnel pourrait avoir efficacement limité les ventes à découvert des valeurs concernées, mais il est assorti de conséquences négatives. Impression générale de scepticisme.

Il paraît incontestable que les mesures prises ont freiné la disposition des prêteurs potentiels à prêter les titres visés. Selon des témoignages reçus, certains institutionnels, prêteurs potentiels, ont même décidé de ne plus prêter, parce qu'ils considéraient qu'ils ne pouvaient avoir de certitude sur l'usage des titres qu'ils auraient pu mettre à la disposition d'emprunteurs. N'ayant pas de certitude, ils se refusaient à courir le risque juridique et d'image d'être l'objet de critiques de l'Autorité leur reprochant de ne pas avoir suivi

sa demande de ne pas alimenter la constitution de prises de positions courtes. Comme les prises de positions courtes, qu'elles passent par les ventes à découvert ou par les instruments financiers à terme, nécessitent la mise à disposition de titres prêtés, on peut raisonnablement en conclure que le régime exceptionnel mis en place a été dans une large mesure dissuasif vis-à-vis de la spéculation à la baisse.

L'observation consistant à mettre l'accent sur le fait que le régime exceptionnel n'a pas empêché la baisse des valeurs, voire souvent une baisse très marquée des valeurs et serait donc inefficace, n'est pas pertinente. Car le régime exceptionnel ne visait pas à empêcher d'une manière générale la baisse, ce qui est évidemment hors de sa portée. Il visait plutôt, de façon plus étroite, à limiter le seul facteur de baisse résultant des ventes à découvert. L'avènement d'une baisse des titres pendant la période couverte par le régime exceptionnel est donc malheureusement parfaitement compatible avec un régime exceptionnel et efficace de limitation du développement des positions courtes spéculatives.

Si on peut proposer l'hypothèse que le régime exceptionnel a effectivement pu freiner le développement de pressions spéculatives à la baisse des valeurs concernées, parce que le prêt de titres qui alimente potentiellement ces pressions a sans doute été freiné de façon sensible, il convient toutefois de ne pas ignorer que le prêt de titres réalisé hors de nos frontières a sans doute été moins contraint qu'à l'intérieur des frontières. Mais il paraît impossible d'apporter à cet égard et à ce stade plus de précisions. Par ailleurs, si les tensions qui ont pu marquer l'activité de prêt de titres ont sans doute freiné le développement des pressions à la baisse, il a souvent été souligné qu'elles sont également susceptibles de revêtir des conséquences collatérales négatives. A titre d'illustration, deux exemples de ces effets négatifs sont présentés ci-dessous.

Les prêts de titres ont un rôle important à jouer dans les mécanismes généraux de règlement livraison de titres. Il arrive fréquemment que des flux de titres attendus ne se produisent pas par suite de dysfonctionnements techniques divers. Il peut s'ensuivre des suspens qui risquent de générer des processus cumulatifs. En ce sens, les phénomènes de suspens sont jugés dangereux, de nature à gêner le bon fonctionnement des marchés. Le recours aux emprunts de titres constitue un des moyens essentiels pour éviter cette problématique des suspens et de leur développement cumulatif.

De même, les ventes à découvert ne sont pas nécessairement l'aliment des mouvements spéculatifs. Le prêt de titres et la vente à découvert sont des éléments de fluidité du marché importants pour la plupart des opérations réalisées par les émetteurs sur leurs titres : augmentations de capital, émissions d'obligations convertibles offres aux salariés avec effet de levier. Ainsi lorsqu'une entreprise émet des titres et qu'elle a recours à un intermédiaire pour lui en garantir le placement, cet intermédiaire ne peut apporter, en cas d'interdiction des ventes à découvert, cette garantie parce que lui-même met en place un dispositif de couverture qui utilise la vente à découvert.

Faire « scientifiquement » la part de tous ces mécanismes dans l'évaluation de l'impact du régime exceptionnel est à ce stade impossible. Au total, si tous ces éléments doivent bien être pris en compte, le sentiment global qui se dégage de l'examen de ce régime exceptionnel emprunte plutôt au scepticisme, notamment parce que les aspects positifs semblent plus que contrebalancés par les facteurs d'insuffisance ou de gêne qui ont été mentionnés.

C) Le reporting des positions

Le nombre de déclarations faites au régulateur (7) a été très faible. Pour autant, il n'est pas simple d'en tirer un enseignement précis. Est-ce parce que les vendeurs à découvert ont été dissuadés, au-delà des difficultés à emprunter les titres visés, par le *reporting* à la fois à l'Autorité et au marché ? Est-ce parce que certains, notamment en-dehors des frontières, n'ont pas déclaré les positions prises, en infraction avec les exigences réglementaires ? Est-ce que les intermédiaires appréhendent de manière uniforme et claire ce qu'est la position nette globale à découvert ? Est-ce parce que le régime exceptionnel ayant par ailleurs été efficace, les positions constituées au-delà du seuil de *reporting* ont été effectivement très peu nombreuses ? Des avis recueillis auprès de professionnels, il semble, au total, que le nombre de positions constituées au-delà du seuil réglementaire a été faible.

D) Une harmonisation limitée avec les autres Autorités

Le régime exceptionnel n'a pu faire l'objet que d'une concertation limitée avec les autres Autorités européennes, son adoption du fait des circonstances exceptionnelles qui l'ont suscitée ayant été faite dans l'urgence et en l'absence d'un cadre préétabli de dispositif de concertation entre autorités pour des mesures de cette nature.

Cette faible harmonisation présente incontestablement des conséquences négatives, d'une part parce qu'elle induit un risque d'incohérence entre les différents régimes et d'autre part parce qu'elle a suscité de l'incompréhension et des difficultés de mise en œuvre au niveau des acteurs du marché.

Ce constat dressé, il convient de se poser deux séries de questions :

- le régime « normal » actuel a-t-il lieu d'être rendu plus strict ?
- quel dispositif adopter en cas de circonstances exceptionnelles ?

DEUXIEME PARTIE : LES PISTES D'AMENAGEMENT ENVISAGEABLES

I- LA REGULATION DES VENTES A DECOUVERT, HORS PERIODE DE TROUBLE EXCEPTIONNEL DE MARCHÉ

A) Faut-il, en toute période, proscrire toute forme de « vente à découvert » ?

Selon l'approche la plus radicale, cela devrait signifier que les seuls investisseurs autorisés à céder des instruments financiers sur le marché seraient ceux qui les auraient préalablement acquis – l'emprunt étant lui-même exclu d'un tel mode d'acquisition.

a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :

- La vente à découvert pèse nécessairement à la baisse sur le cours des actifs.
- Celui qui vend à découvert peut ainsi provoquer un mouvement dont il tirera ultérieurement parti en rachetant à un prix inférieur ; cette technique est d'autant plus pernicieuse lorsqu'elle donne lieu à collusion entre vendeurs, s'entendant pour provoquer une telle baisse des cours dans un contexte éventuel de rumeurs.
- Le coût de l'emprunt des titres cédés afin de respecter l'obligation de livraison est souvent trop faible pour décourager ou limiter cette forme de spéculation à la baisse.
- Certains considèrent en conséquence qu'une telle pratique de vente à découvert ne serait pas conforme à la morale des affaires.
- Le marché du prêt-emprunt de titres est un marché de gré à gré peu transparent et pour lequel la fixation du prix ne résulte pas d'une complète confrontation de l'offre et de la demande.

b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :

- Interdire les ventes à découvert nuirait à la liquidité du marché comme à l'efficacité du processus de découverte du prix¹³.
- La proscription des ventes à découvert empêcherait – ou accroîtrait sensiblement le coût de toute une série d'opérations conduites par des intermédiaires financiers au bénéfice des émetteurs (émissions d'obligations convertibles, offres publiques, augmentations de capital au profit des salariés...).
- Si la vente à découvert devait être proscrite, plusieurs techniques de marché, reposant notamment sur l'usage des produits dérivés, permettraient néanmoins à l'investisseur anticipant la baisse du cours d'une valeur déterminée, d'atteindre son objectif sans vendre directement à découvert la valeur en cause. Ainsi, pour prendre une illustration très simple, l'achat d'un put permet à l'acheteur de spéculer à la baisse du titre sous-jacent de la même manière qu'il le ferait en vendant ledit titre à découvert. Toutefois, il est vrai que de son côté le vendeur du put, s'il ne peut pas avoir recours à la vente à découvert, pourra éprouver lui-même de la difficulté à se couvrir. L'achat du put pourra être ainsi rendu sensiblement plus difficile et plus onéreux qu'il ne l'est lorsque le vendeur peut librement se couvrir.
- La vente en empruntant les titres cédés ne semble pas être fondamentalement d'une nature différente de l'achat en empruntant les espèces¹⁴ ; or jamais il n'a été demandé que l'emprunt d'espèces, qui favorise l'achat, donc la hausse du cours, soit interdit alors même que cet emprunt peut favoriser l'émergence d'une bulle spéculative. Le régulateur n'a pas plus à s'opposer à ceux des investisseurs qui anticipent une baisse des cours qu'à ceux qui anticipent une hausse.
- Il apparaît qu'aucun régulateur d'une grande place financière n'entend aujourd'hui recommander une telle approche.

¹³ Il convient au demeurant de rappeler qu'une vente à découvert oblige nécessairement à un moment ou à un autre le vendeur à un rachat. Il y a donc ainsi un effet de rappel qui peut être très coûteux si le vendeur se trompe sur la valeur et la tendance du titre.

¹⁴ Sur le plan technique, les modalités de réalisation des emprunts de titres sont en revanche d'une nature sensiblement différente des modalités de réalisation des emprunts d'espèces.

- Le vendeur à découvert est peut-être le seul acteur sur le marché à même de détecter la survalorisation d'un titre quand l'analyse *sell side*, pour une raison ou pour une autre, n'a pas été en mesure d'exprimer à son égard une opinion de vente qui serait justifiée.
- L'interdiction des ventes à découvert en France aurait comme conséquence la délocalisation, non seulement de ces transactions jugées illicites, mais aussi d'autres transactions incontestablement légitimes.

c) Synthèse

- Il n'apparaît en définitive ni justifié ni opportun de proposer la proscription de toute forme de « vente à découvert ».
- Il est cependant bien exact que la vente à découvert nécessite un minimum d'encadrement, afin d'éviter les comportements de nature à nuire au bon fonctionnement du marché. A l'évidence en effet, la vente à découvert sans encadrement minimal peut générer un déséquilibre artificiel sur le marché, préjudiciable au fonctionnement normal des mécanismes de formation des prix. Elle peut par ailleurs favoriser, lorsqu'elle est assortie de rumeurs, les abus de marché. Il convient donc de s'attacher à définir quels sont les comportements en cause et comment les éviter.

B) Doit-on exiger de tout intermédiaire financier recevant un ordre de vente, qu'il ait, dès le jour de la négociation (J), l'assurance de la part de son donneur d'ordre qu'il sera bien en mesure de livrer les titres en J+3 ?

En la matière, les mesures envisagées doivent être analysées sous divers angles.

Le premier angle à prendre en compte a trait à la volonté de réduire au maximum le risque de voir des vendeurs de titres être incapables d'honorer leurs engagements de livraison en j+3.

Le second angle à prendre en considération est celui des effets collatéraux des mesures envisagées. En effet, les mesures de cette nature s'appliqueraient aux ordres appelés à être exécutés sur un marché réglementé français ou sur un système multilatéral de négociation français, quelles que soient la nationalité du donneur d'ordre et celle de l'intermédiaire auquel l'ordre serait transmis. Sans doute serait-il possible de rendre les mesures applicables à tout ordre transmis à un prestataire de services d'investissement français, quel que soit le lieu d'exécution de l'ordre (un système multilatéral de négociation étranger, par exemple). En revanche, les mesures concernées ne pourraient pas être appliquées aux ordres transmis à un intermédiaire non français et exécutables sur un marché étranger, y compris pour des ordres portant sur des valeurs françaises. Il importe ainsi en particulier de s'assurer que les mesures en question ne revêtent pas d'effets négatifs majeurs, qui pourraient conduire un nombre élevé d'acteurs à opérer hors de France.

Il convient donc de trouver un équilibre se traduisant par des mesures efficaces, en termes de prévention des suspens, sans pour autant créer des rigidités dommageables dans la vie des marchés.

1) Exiger la provision préalable

Dans cette hypothèse, nul ne pourrait vendre des titres sans les détenir au préalable sur son compte, quelle que soit l'origine des titres ainsi présents sur le compte. En particulier, un vendeur pourrait se procurer les titres nécessaires en les empruntant. Dans le cas d'un vendeur transmettant directement ses ordres à un négociateur distinct du teneur de compte conservateur, le négociateur devrait s'assurer de l'existence de cette provision préalable. Le vendeur devrait à cette fin produire une attestation du teneur de compte conservateur.

a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :

Il s'agirait là d'une mesure simple, efficace en termes de prévention des suspens, puisque par définition elle les rendrait impossibles !

b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :

Cette approche simple induirait toutefois une très grande rigidité de fonctionnement. Les opérateurs sur les marchés raisonnent légitimement en termes de dates de règlement livraison. Ils ont couramment besoin, le jour de négociation, de vendre avant même d'avoir acheté ou emprunté. Exiger une provision titres préalable à la vente des titres en j constituerait une exigence qui paraît disproportionnée. Sauf à imaginer qu'une telle disposition soit commune aux principaux pays présents sur les marchés financiers, ce qui est une hypothèse difficile à défendre tellement elle semble peu réaliste, une disposition de cette nature cantonnée à un pays déterminé joue comme un repoussoir pour les acteurs des marchés vis-à-vis de ce pays.

c) Synthèse

Il ne semble pas, au total, pour les raisons mentionnées ci-dessus, que cette voie soit sinon souhaitable, au moins envisageable.

2) Exiger de façon systématique que le vendeur, d'ores et déjà engagé à livrer des titres pour permettre leur livraison en j+3, convienne avec son intermédiaire que ce dernier devra les emprunter pour pouvoir les livrer s'il n'est pas en mesure de respecter son engagement

a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :

Cette démarche n'est pas contraignante pour le vendeur en termes de provision préalable ; elle garantit que les titres seront bien livrés en j+3, grâce aux dispositions contractuelles passées entre le vendeur et le négociateur

Il doit être entendu entre le vendeur et son intermédiaire, notamment quand ce dernier est un négociateur et non un teneur de compte conservateur, que si le vendeur n'est pas en mesure de disposer des titres en j+3 sur son compte auprès de son teneur de compte conservateur, que si donc il n'est pas en mesure d'envoyer à ce dernier une instruction de livraison des titres pour honorer son engagement de livraison consécutif à la cession en j, alors le négociateur doit emprunter les titres pour permettre leur livraison, voire en cas de difficulté technique sur le marché du prêt emprunt, il doit procéder à leur achat. Pour ce faire, le négociateur doit procéder à un suivi de l'opération après la cession.

Si le négociateur, en tant que tel, ne peut se désintéresser du bon dénouement de la cession qu'il a initiée, il n'est pas pour autant, matériellement, nécessairement en charge de ce suivi. Il peut déléguer la tenue de compte de flux à son compensateur, s'il n'est pas lui-même compensateur. C'est donc le compensateur qui assurera alors le suivi du bon dénouement. En cas de problème, il alertera le négociateur qui continue lui à avoir la relation commerciale avec son client vendeur.

En cas d'absence des titres sur le compte du vendeur au moment du règlement livraison, ce sont donc les intermédiaires financiers qui, d'une façon ou d'une autre, doivent par un emprunt voire par un achat sur le marché, se procurer les titres nécessaires à la livraison à bonne date. La réglementation devrait prévoir que les coûts ainsi générés devraient être in fine nécessairement répercutés au vendeur défaillant, à des fins évidemment dissuasives.

b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :

Cette exigence conduisant un négociateur à devoir disposer des titres si son client vendeur n'est pas en mesure d'honorer son engagement de livraison met l'intermédiaire dans une situation difficile. Elle est difficile économiquement, parce que l'intermédiaire devra être en mesure en permanence, soit de prêter les titres manquants, soit de les emprunter sur le marché. Elle est difficile surtout commercialement, parce que le client préférera avoir recours à d'autres intermédiaires, dans d'autres pays que la France, soumis à une réglementation plus souple. Là encore, une telle mesure n'est envisageable que si elle est adoptée par l'ensemble des pays, au moins européens.

c) Synthèse

Cette voie apparaît aujourd'hui d'une rigueur disproportionnée eu égard aux enjeux. Le fonctionnement de la place française, en termes de maîtrise des suspens, apparaît globalement satisfaisant. Prendre de telles mesures semble être porteur de risques pour la place et ses acteurs non justifiés.

3) Exiger que le vendeur puisse s'engager vis-à-vis de son intermédiaire financier qu'il sera en mesure de livrer en j+3

Cette problématique concerne essentiellement là encore les ordres directs de ventes de titres transmis à un négociateur par un vendeur institutionnel. Le négociateur n'a pas a priori d'information sur la capacité du vendeur à faire face à son engagement de livraison, ne serait-ce que parce qu'il n'a pas de vision sur le compte titres du vendeur chez son teneur de compte conservateur. Il serait concevable d'imposer au vendeur de produire auprès du négociateur une attestation du teneur de compte conservateur prouvant que les titres sont bien présents sur le compte ou prouvant que les titres en question sont attendus sur le compte au plus tard au jour de règlement livraison, ayant été achetés juste avant la vente, voire le même jour que la vente. Il serait également concevable, dans une perspective moins contraignante, de s'en tenir au seul engagement du client de disposer des titres en temps voulu pour la livraison, sans aller jusqu'à exiger une attestation du teneur de compte conservateur.

a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :

Cette formule serait de nature à sécuriser de façon satisfaisante le dispositif. Le vendeur pourrait, dans la première hypothèse, obtenir une attestation au cas par cas de son teneur de compte conservateur ou un engagement général de ce dernier d'honorer les livraisons de son client à bonne date, si telle était la voie prise.

Ou bien, dans la seconde hypothèse et l'optique plus souple d'un seul engagement du vendeur, ce dernier devrait veiller à ne pas générer de suspens. Si néanmoins un tel suspens venait à se produire, il apparaîtrait clairement, soit qu'il a une nature technique, sans gravité particulière, soit qu'il est délibéré. En cas de contrôles, le vendeur défaillant serait dans ce dernier cas passible de sanctions.

b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :

L'obligation de fournir une attestation du teneur de compte conservateur est généralement jugée comme génératrice d'une grande rigidité. Comme il a été indiqué précédemment, le risque ne serait pas négligeable que le client se détourne des négociateurs exerçant en France, au profit de négociateurs étrangers non soumis à une telle exigence forte.

Le seul engagement du client ne présente pas un tel inconvénient. Il représente certes une contrainte, notamment pour des vendeurs non résidents, mais qui est généralement considérée comme aisément supportable, dès lors qu'elle serait étendue aux autres pays de la Communauté.

c) Synthèse

Il apparaît qu'imposer un engagement du client vendeur de livrer les titres est une disposition souple, qui pourrait sans difficultés être généralisée à l'ensemble des pays européens, et qui au total serait efficace, car elle permettrait de repérer précisément les cas où délibérément le vendeur aurait trompé son intermédiaire.

C) Faut-il encadrer le prix des ventes à découvert ?

Dans plusieurs pays ne sont autorisées que les ventes à découvert répondant à certaines conditions de prix.

Un tel dispositif a pour objectif de ralentir les mouvements baissiers auxquels participent les vendeurs à découvert et plus précisément d'empêcher i) que la baisse du prix d'un titre ne résulte exclusivement des ordres émis par des vendeurs à découvert et ii) que les marchés ne sur-réagissent à court terme face à une évolution à la baisse provoquée par une information négative par exemple. Dans cette optique, le prix minimum auquel les ventes à découvert sont permises est fixé par référence au dernier cours coté ou au plus haut prix proposé sur le marché¹⁵.

a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement¹⁶ :

- Le dispositif semble réduire la volatilité intrajournalière.
- Le dispositif ne semble pas affecter la liquidité du marché.

b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement

- Il est possible que le dispositif fausse les prix de marché dans une certaine mesure.
- Le dispositif donne lieu à des difficultés d'application dans un environnement où co-existent plusieurs plateformes de négociation¹⁷.
- Afin de ne pas gêner plusieurs catégories de transactions manifestement légitimes (tenue de marché, arbitrage, couverture...), il s'avère nécessaire d'instaurer plusieurs dérogations qui rendent le dispositif complexe pour les acteurs du marché.

c) Synthèse

Malgré ses qualités intrinsèques notamment une certaine efficacité à court terme dans la stabilisation des marchés, un dispositif d'encadrement des prix ne paraît pas souhaitable en raison de sa complexité en présence de marchés concurrents pour le même titre.

D) Quelle transparence pour les ventes à découvert ?

Alors que le dispositif permanent actuel ne prévoit aucune forme de transparence pour les ventes à découvert, les événements récents ont mis en lumière cette lacune et conduit l'AMF, à l'image de ses homologues notamment européens, à instaurer la transparence des positions nettes importantes à la baisse (« positions courtes »). Il semble largement admis aujourd'hui que l'opacité de ces opérations non

¹⁵ Un dispositif de ce type existe notamment au Canada, au Mexique, au Japon et en Australie. Il a été introduit aux Etats-Unis dans les années 1930 mais a été progressivement assoupli puis supprimé en 2007 à la suite d'une vaste étude économique sur les effets du dispositif sur le marché pilotée par la SEC. Avant cette suppression, le prix de la vente à découvert devait être soit supérieur au dernier cours coté soit égal à celui-ci si ce dernier était supérieur au cours précédent différent sur le NYSE (« price test » ou « uptick rule »).

¹⁶ Les indications données par la suite sur les effets du dispositif américain sur la volatilité, la liquidité et la distorsion des prix résument les conclusions des analyses économiques menées par les équipes de l'autorité américaine et qui figurent dans le document SEC Release No. 34-54891, Amendments to Regulation SHO and Rule 10a-1 (décembre 2006). Les conclusions des études qui y sont présentées, conduites soit par la SEC soit par différents groupes d'universitaires, ne sont pas décisives car elles sont généralement nuancées (voir par exemple à la p. 29 la formulation « empirical results indicate that the observed effect of a price test may have a larger negative than positive impact on markets ») et quelquefois contradictoires. En outre, les études ont été effectuées au milieu d'un marché fortement haussier.

¹⁷ Afin de pallier la complexité et les difficultés techniques du régime antérieur, un dispositif unique pour l'ensemble des marchés américains a été proposé qui consisterait à permettre les ventes à découvert seulement à un prix supérieur au dernier plus haut prix demandé (dispositif appelé « passive tick test » car les vendeurs à découvert ne pourraient « taper » le dernier plus haut prix demandé et devraient dans certaines circonstances proposer un prix « passif » supérieur).

seulement suscite doute et méfiance mais aussi nuit au fonctionnement ordonné du marché. Ainsi, les questions portent désormais moins sur le principe de la transparence que sur ses possibles modalités.

Plusieurs formes de transparence sont envisageables.

1. La publication de la position nette économique à la baisse dépassant un pourcentage déterminé du capital émis

Le dispositif provisoire applicable en France prévoit la publication dès le jour de bourse suivant par toute personne d'une position nette économique à la baisse supérieure à 0,25% du capital émis (pour les établissements financiers concernés). Cette exigence pourrait être complétée par une disposition imposant une publication supplémentaire à chaque dépassement, par tranche de 0,10% par exemple.

a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :

- Cette mesure assure la transparence en temps utile des positions courtes importantes, information potentiellement d'un grand intérêt pour les autres acteurs du marché.
- La mise en œuvre de cette obligation par les détenteurs d'une position importante – investisseurs institutionnels en pratique et notamment gérants d'actifs – ne génère probablement que des coûts faibles étant donné que les établissements concernés calculent probablement d'ores et déjà leur exposition à la baisse aux fins de la gestion de leurs risques de marché¹⁸.

b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :

- Il n'est pas certain que la seule publication des positions importantes donne au marché une information suffisante sur l'importance globale des positions à la baisse car toutes les positions inférieures à 0,25% demeurent opaques.
- Les informations sont difficiles à interpréter en raison de la diversité des opérations derrière un chiffre unique rendu public (titres/dérivés, arbitrage/couverture/tenue de marché/prise de position directionnelle fondée soit sur une analyse fondamentale à moyen terme soit sur une approche trading à court terme...).
- La publication du nom des détenteurs de positions à la baisse peut multiplier les risques soit d'un comportement mimétique soit au contraire de prises de positions opposées par les concurrents des déclarants.
- Les risques encourus par les déclarants (notamment un « squeeze ») peuvent inciter ces derniers soit à éviter de franchir le seuil (ce qui n'est pas l'objectif recherché) soit à ignorer l'obligation de déclaration (de sorte que les informations publiques sont inexactes car lacunaires).
- Il est difficile pour le régulateur de savoir si certaines personnes, notamment les non résidents, se conforment ou non à l'obligation.

c) Synthèse

Sous réserve de vérifier la pertinence des critères (seuil, calcul...) et la capacité de contrôle des informations diffusées, et à condition qu'il soit retenu par les principaux pays partenaires de la France (ce qui augmenterait vraisemblablement le taux de conformité des non résidents), ce type de dispositif de transparence pourrait être retenu. En effet, une information même imparfaite peut être utile au marché.

¹⁸ Les calculs déjà effectués par les déclarants potentiels ne se font toutefois pas nécessairement selon la méthode imposée par le dispositif retenu. Les modalités de calcul les plus pertinentes pour la gestion des risques ne concordent pas nécessairement avec celles qui peuvent sembler souhaitables dans une perspective de transparence. Les détails techniques du dispositif sont importants : valeur brute ou nette de la position, prise en compte ou non des dérivés, prise en compte ou non de certaines activités (tenue de marché...), modalités de calcul, niveau de consolidation des positions courtes et longues (fonds, gérant de fonds, personne morale, groupe...).

2. Déclaration de toute position à la baisse au régulateur et publication par ce dernier d'une donnée agrégée

Une deuxième approche consisterait à demander que chaque personne détentrice d'une position à la baisse la déclare au régulateur qui la publie sous forme agrégée avec les autres données reçues. Afin de concilier les objectifs d'une couverture large et d'une mise en œuvre sans lourdeur pour les acteurs de petite taille, un seuil adapté devrait être fixé et pourrait être de 0,05 ou 0,10% du capital de l'émetteur concerné.

a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :

- Le coût d'une telle mesure serait relativement faible dans la mesure où seuls les systèmes des investisseurs institutionnels seraient impactés et ceux-ci calculent vraisemblablement d'ores et déjà ces positions dans une optique de gestion des risques de marché.
- Il pourrait être envisagé de demander que la position nette soit désagrégée en positions « cash » et « dérivés » ou encore éventuellement en « arbitrage/couverture/autre ».

b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :

- Comme pour chaque obligation de déclaration reposant sur les investisseurs (dont beaucoup ne sont pas régulés), le contrôle du respect de l'obligation est difficile s'agissant notamment des non résidents.
- Un seuil trop élevé entraînerait un risque de perte d'informations utiles au marché.

c) Synthèse

Sous réserve d'un paramétrage adéquat et de l'adoption d'une telle mesure par les principaux partenaires de la France (afin d'encourager les comportements conformes), l'information publique agrégée sur les positions « courtes » significatives pourrait être utile, notamment en complément d'une information fondée sur le marquage des ordres de vente à découvert.

3. Information au régulateur sur les flux (marquage) et les stocks

Un modèle alternatif pratiqué dans plusieurs pays consiste à diffuser périodiquement une information agrégée sur les ventes à découvert ou sur les positions à la baisse¹⁹. La collecte des informations sur les ventes à découvert passe généralement par l'obligation pour les PSI de « marquer » chaque ordre de vente « long » ou « court » (en fonction des informations transmises par le donneur d'ordre), cette information étant communiquée au régulateur²⁰ avec les déclarations des transactions effectuées quotidiennement par chaque PSI. La collecte des informations sur les positions passe généralement par l'obligation pour les PSI chargés de l'exécution de l'ordre de déclarer leurs positions propres et celles de leurs clients, pour chaque titre, au régulateur selon une périodicité définie.

a) Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement :

- Une information agrégée fondée sur une collecte sans seuil de significativité est par nature plus complète qu'une information fondée sur la déclaration des seules positions importantes (à partir d'un seuil de 0,25% du capital par exemple) et s'avère par conséquent beaucoup plus utile à la fois pour le marché et pour le régulateur.

¹⁹ La position courte agrégée est rendue publique aux Etats-Unis, en Australie et au Canada (dans ce dernier pays, les 20 positions les plus importantes). Les ventes à découvert sont publiées au Mexique ; elles sont communiquées aux régulateurs aux Etats-Unis. A Hong-Kong à la fois les positions et les ventes sont rendues publiques. Au Japon sont publiées les ventes à découvert et certaines informations sur les positions. Dans certains pays les prêts-emprunts de titres sont publiés à titre d'indicateur approximatif des positions courtes (Brésil, Suède, Mexique) ; dans d'autres pays les positions nettes publiées sont fondées dans une certaine mesure sur les prêts de titres (Etats-Unis). Selon les pays, la périodicité des publications varie du quotidien au mensuel.

²⁰ Le régulateur dans ce contexte peut être l'autorité publique, un organisme d'autorégulation ou la bourse.

- Une information agrégée n'est pas nominative et par conséquent ne porte pas préjudice aux déclarants (détenteurs d'une position importante).
- Si l'information porte seulement sur les ventes à découvert de titres ou les positions résultant de telles ventes, les erreurs sont peu probables²¹ et la véracité des informations fournies par les PSI est aisément vérifiable.
- S'agissant de l'obligation de « marquer les ordres » les difficultés de contrôle par le régulateur semblent moindres dans la mesure où la vaste majorité des opérations portant sur les titres cotés en France passent soit par un PSI français soit par un membre à distance du marché réglementé français²².
- Si l'information porte seulement sur les ventes à découvert et les positions résultant de telles ventes, elle peut être plus aisément compréhensible qu'une information intégrant non seulement les opérations « cash » mais aussi les opérations ayant recours à des instruments dérivés²³.

b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :

- L'obligation pour les PSI de déclarer les positions de leurs clients se heurte à la difficulté pour les PSI de connaître ces positions dans la mesure où le client peut transmettre des ordres et/ou déposer les titres concernés chez plusieurs PSI.
- L'obligation pour les PSI de déclarer la nature « courte » ou « longue » des ventes doit de même reposer largement sur les assurances données par le client vendeur²⁴.
- L'obligation pour les PSI de déclarer quotidiennement au régulateur la nature « courte » ou « longue » des ventes effectuées par lui et ses clients entraînerait des coûts significatifs car les systèmes informatiques seraient impactés.
- Une transparence des seules ventes à découvert ne comporterait pas d'information sur les positions prises au moyen d'instruments dérivés²⁵.

c) Synthèse

Sous réserve de vérifier le caractère raisonnable du coût de la mise en œuvre et la valeur ajoutée au niveau de la transparence des marchés, un dispositif assurant une information agrégée sur les ventes à découvert et/ou les positions courtes pourrait être retenu.

E) Faut-il améliorer la transparence des opérations de prêts de titres ?

La régulation des opérations de prêt-emprunt de titres doit être envisagée sous l'angle de leur transparence. Il n'apparaît pas nécessaire, en effet, en régime normal, de les encadrer davantage²⁶.

Pour l'heure, les opérations de prêt-emprunt de titres ne donnent pas lieu à information au bénéfice du régulateur, la Directive MIF les ayant exclues du champ des transactions dont les prestataires ont à rendre compte ; a fortiori, ces opérations ne donnent lieu à aucune information du marché. Dans la mesure où les ventes à découvert s'accompagnent généralement d'emprunts de titres, la question de

²¹ Pour minimiser les erreurs et partant les informations publiques trompeuses, il faut pourtant disposer d'une définition claire et précise des ventes à découvert.

²² Il serait néanmoins évidemment souhaitable qu'un tel dispositif, s'il est retenu en France, soit adopté par les principaux pays partenaires de la France afin de minimiser les difficultés dans la chaîne de transmission des ordres.

²³ Pour les instruments dérivés négociés sur un marché réglementé, une information publique séparée (nombre de puts négociés par exemple) est normalement assurée par le marché concerné dans des délais très brefs.

²⁴ La mise en œuvre du marquage des ordres serait néanmoins techniquement moins complexe (hors impact informatique) que la déclaration des positions des clients.

²⁵ Certaines études donnent à penser toutefois que l'importance de la position nette économique à la baisse sur un titre (englobant les dérivés) est corrélée positivement à l'importance des ventes à découvert du même titre (voir Report on Transparency of Short Selling, Appendix 1, p. 10, Brent et al, IOSCO, 2003).

²⁶ En toute hypothèse, il doit être rappelé que le gérant d'un OPCVM doit assumer la pleine responsabilité des titres prêtés par la SICAV ou le fonds commun de placement dont il assure la gestion.

l'information du régulateur comme de celle du marché mérite d'être posée. Cette information devrait porter à la fois sur la dimension volumes et sur la dimension prix.

a) Les arguments en faveur d'une information du régulateur et du marché sont principalement :

- Une telle information pourrait permettre au régulateur de disposer de données utiles en lien avec le montant des ventes à découvert et sur les tensions qu'il serait conduit à déceler sur le marché du prêt-emprunt ; une telle information lui serait précieuse pour prévenir les situations de « corner » et adopter, si nécessaire, des mesures exceptionnelles de limitation, voire de proscription des ventes à découvert.
- Selon des modalités à définir, les informations transmises au régulateur pourraient donner lieu à diffusion au marché, de manière agrégée : il s'agirait là d'une contrepartie à la liberté qui serait laissée aux investisseurs de pouvoir, en temps normal, continuer à vendre à découvert
- Quand bien même l'information sur les volumes risquerait de ne pas être exhaustive, dans l'hypothèse où des acteurs non résidents pourraient ne pas se soumettre à cette obligation de transparence, l'information sur les prix serait, elle, fiable parce que n'exigeant pas une déclaration de tous les intéressés. Or cette information sur les prix pourrait être très riche, montrant très rapidement sur quelles valeurs des tensions anormales se produiraient.

b) Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :

- Les opérations de prêt-emprunt obéissent à des finalités multiples : elles peuvent certes résulter d'une vente à découvert mais elles sont très souvent rendues nécessaires par une défaillance technique dans la chaîne de traitement des opérations de règlement-livraison, sans lien avec une prise de position spéculative à la baisse sur un titre donné.
- Dans la pratique, il serait ainsi bien difficile, sinon impossible, pour le régulateur, si l'ensemble des opérations lui étaient rapportées, de faire le départ entre les causes des différentes opérations de prêt-emprunt, de manière à isoler celles qui sont liées à une prise de position à la baisse.
- A fortiori, si le marché devait recevoir une telle information globale, il serait dans l'incapacité d'en inférer quelque conclusion que ce soit.
- L'information du régulateur supposerait des investissements techniques dont le coût serait excessif eu égard aux avantages attendus.

c) Synthèse

- S'il était souhaité qu'à tout le moins le régulateur puisse disposer d'une information pertinente et exploitable, alors il conviendrait de prévoir d'une part que l'obligation d'information incombe à l'emprunteur final, puisque le prêteur ignore fréquemment la cause de l'emprunt – et seulement lorsque l'emprunt est destiné à couvrir une vente à découvert –, d'autre part que l'information ne soit due qu'au-delà d'un certain montant à déterminer.
- Le régulateur devrait-il rendre publiques, fût-ce sous forme agrégée, les informations dont il serait ainsi destinataire ? Il apparaît que la réponse à cette question est liée à celle qui serait apportée concernant la publication sous forme agrégée des ventes à découvert ou des positions nettes à la baisse ; en effet, s'il était décidé de rendre obligatoire une telle publication, les informations relatives aux emprunts de titres liés à des ventes à découvert seraient sans doute superfétatoires.

S'il était décidé d'assurer une publication concernant les prêts emprunts, une telle publication devrait concerner à tout le moins et en priorité, les prix communiqués au régulateur.

II- LA REGULATION DES VENTES A DECOUVERT EN PERIODE DE TROUBLE EXCEPTIONNEL DE MARCHE

La législation/réglementation doit armer le bras du régulateur afin que celui-ci puisse adopter, fût-ce dans l'urgence, le dispositif permettant de faire face à une situation de trouble exceptionnel de marché.

Au-delà de ce préalable, la question s'est posée au groupe de savoir s'il convenait d'établir a priori :

- d'une part, les critères de déclenchement d'un dispositif de crise,
- d'autre part, la nature des décisions qui seraient adoptées en un tel contexte.

A la réflexion, il semble que s'engager sur l'une ou l'autre de ces deux voies comporterait plus d'inconvénients que d'avantages.

S'agissant des critères de déclenchement d'un dispositif de crise, on pourrait imaginer de se référer à un seuil, à déterminer, de position nette à la baisse sur un titre par rapport au capital de l'émetteur. Sans doute, s'il était décidé de s'engager dans cette voie, faudrait-il prévoir plusieurs seuils, tant il est vrai que le pourcentage applicable à une valeur cotée sur Eurolist C ne pourrait être le même que celui applicable à une valeur du CAC 40.

On pourrait aussi concevoir, toujours à titre de critère de déclenchement d'un dispositif de crise, de prendre en compte le prix constaté sur le marché du prêt-emprunt de titres d'une valeur déterminée.

Quel que soit le critère envisagé, l'inconvénient majeur sera de susciter, de la part des acteurs concernés, des comportements intégrant le risque de mise en œuvre du dispositif de crise, soit en se positionnant juste en dessous du seuil pré-établi, soit en anticipant les conséquences du franchissement du seuil pour la valeur concernée.

En définitive, il apparaît donc préférable de laisser au régulateur toute liberté pour apprécier si et quand il convient de mettre en œuvre un dispositif de crise.

La même conclusion s'applique au contenu du dispositif lui-même : le pré-déterminer priverait le régulateur de la liberté d'appréciation qui doit être la sienne en fonction des différents éléments à prendre en compte dans une circonstance donnée, largement imprévisible, par nature. Les acteurs du marché doivent simplement savoir que le régulateur aura la capacité d'adopter, en cas de nécessité, l'une ou l'autre des mesures destinées à restreindre, voire à proscrire, les ventes à découvert, sur une ou plusieurs valeurs négociées sur le marché.

Toutefois, s'il n'est pas souhaitable ni de fixer les critères de mise en œuvre d'un dispositif de crise, ni de prédéterminer la nature des dispositions susceptibles d'être adoptées, en revanche, un grand progrès serait accompli si les régulateurs pouvaient s'accorder sur une procédure de concertation avant adoption d'un régime exceptionnel.

Compte tenu de la globalisation des marchés et du caractère de plus en plus international des investisseurs comme des intermédiaires, l'efficacité d'un tel dispositif reposera, en effet, nécessairement sur la coopération des principaux régulateurs de marché. Il faut donc prévoir un dispositif d'information entre régulateurs, de sorte que celui ou ceux conduits à mettre en œuvre le dispositif d'exception puissent compter sur le concours de leurs homologues pour en contrôler le respect. Plusieurs exemples permettent d'illustrer cette nécessité :

- si le régulateur français était conduit à estimer que les ventes à découvert devaient être freinées, voire temporairement interdites sur une des valeurs cotées à Paris – et pour laquelle le marché parisien constitue le marché de référence, la mesure serait de peu d'effet si elle n'était pas appliquée sur les systèmes multilatéraux de négociation, traitant, à l'étranger, la même valeur. Il faut donc que s'applique ici un régime analogue à ce qui est prévu, en application de la Directive MIF, en matière de suspension des négociations : lorsqu'un régulateur d'un marché réglementé

décide de suspendre la cotation d'une valeur déterminée, les autres régulateurs concernés sont engagés, sauf exception dûment justifiée, à relayer la mesure sur leurs propres marchés ;

- si le régulateur français estime devoir limiter ou proscrire les prêts-emprunts de titres, la mesure serait dépourvue d'efficacité s'il suffisait d'opérer à l'étranger pour ne pas la respecter. Là encore, pour une telle mesure, dans le contexte de plus en plus international que connaissent les marchés, ce concours de tous les régulateurs concernés est indispensable.

CONCLUSION

La lettre de mission adressée par le Président de l'AMF aux deux animateurs du groupe, précisait : « les travaux que vous allez conduire doivent être de nature à servir de base à une approche aussi homogène que possible entre la place de Paris et les principales places financières étrangères- et notamment celles qui abritent les différents marchés d'Euronext ».

C'est dans cet esprit que le groupe, au terme de ses travaux, formule les différentes propositions de nature à mieux encadrer la pratique des ventes à découvert ; ces propositions ont vocation non seulement à être soumises à consultation avant que le Collège ne décide de les faire siennes en tout ou partie mais encore à contribuer à la démarche engagée au niveau international, tant au sein de CESR que dans le cadre de l'OICV ; ainsi, au-delà des mesures qu'il apparaît en toute hypothèse souhaitable de mettre en œuvre au plan national, telles que le renforcement du pouvoir du régulateur afin de faire face d'une façon juridiquement plus solide qu'aujourd'hui, à une situation de crise de marché ou encore les précisions à apporter dans le cadre du Règlement général afin de mieux définir les responsabilités des différents intervenants au regard de l'obligation de livrer les titres à bonne date, il convient d'œuvrer aussi efficacement que possible à une harmonisation internationale de la régulation de ventes à découvert, qui comporterait, pour l'essentiel :

Une harmonisation en période « normale » :

- avec un dispositif efficace destiné à faire respecter la date normale de règlement-livraison ;
- avec une exigence commune en matière d'information du régulateur et du marché quant aux ventes à découvert ou quant aux positions nettes à la baisse,

Une harmonisation de la procédure de passage en régime exceptionnel, décidé par un régulateur donné, se traduisant par un processus de consultation des autres régulateurs concernés, dans la mesure où leur concours sera nécessaire à l'application des dispositions adoptées.

Dans le contexte de plus en plus internationalisé des transactions, une telle harmonisation est souhaitée par tous les acteurs – et elle apparaît légitime ; elle est souhaitable en outre parce qu'elle conditionne la coopération indispensable entre les régulateurs, dans ce domaine des ventes à découvert, comme il en va pour les abus de marché.

ANNEXES

ANNEXE I : LETTRE DE MISSION



Réf : BG/DR/10-08-04

N° AMF :

011047

Le Président

Madame Marie-Ange DEBON
Monsieur Jean-Pierre HELLEBUYCK
Membres du Collège de l'AMF
17 Place de la Bourse
75002 PARIS

Paris, 30 OCT. 2008

Chère Madame, Cher Monsieur,

Comme vous le savez, le Collège a adopté le 19 septembre dernier, un certain nombre de mesures destinées – dans le contexte très perturbé que connaissent les marchés – à proscrire les « ventes non sécurisées » ou « ventes à découvert » portant sur les valeurs financières négociées sur les marchés réglementés français.

Ces mesures s'inscrivaient en cohérence avec les décisions que les autorités américaines et anglaises venaient de prendre dans ce même domaine ; l'ensemble des autres régulateurs européens ont tour à tour adopté des mesures similaires ou voisines.

Le nouveau régime arrêté par le Collège comporte une durée d'application de trois mois ; il a été précisé qu'à l'issue de cette période, l'AMF apprécierait « celles des mesures – notamment relatives à la transparence des opérations des ventes à découvert-, qui seront appelées à demeurer en vigueur ».

Vous avez accepté – et je vous en remercie – de co-animer un groupe de travail destiné à proposer au Collège le dispositif qu'au-delà de la période d'application de ces mesures exceptionnelles, il apparaîtrait souhaitable d'adopter de manière pérenne quant à la régulation des « ventes à découvert ».

En associant à vos travaux des représentants des émetteurs, des investisseurs et des intermédiaires financiers, il vous appartiendra de proposer les aménagements qu'il conviendrait d'apporter au dispositif prévalant en temps normal tel qu'il résulte des dispositions du règlement général. Dans ce cadre, il conviendra de répondre en particulier aux questions suivantes :

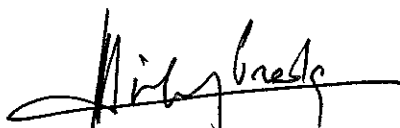
- quelles sont les opérations qui seraient visées par le nouveau cadre réglementaire ?
- quelles seraient les exigences respectivement applicables à l'investisseur, à l'intermédiaire financier en charge de la transmission ou de l'exécution de l'ordre, à l'intermédiaire financier teneur de compte conservateur ?
- quelles seraient les dispositions à prendre en termes de transparence sur les positions nettes économiques à la baisse ?
- quelles seraient les dispositions à prendre s'agissant de l'information du régulateur et du marché sur les opérations de prêt-emprunt de titres ?

Conformément à la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, les personnes physiques disposent d'un droit d'accès et de rectification aux données personnelles les concernant. Ce droit peut être exercé auprès de la Direction des Prestataires, de la Gestion et de l'E-pargne.

Les travaux que vous allez conduire doivent être de nature à servir de base à une approche aussi homogène que possible entre la place de Paris et les principales places financières étrangères – et notamment celles qui abritent les différents marchés d'Euronext.

Je vous serais reconnaissant de bien vouloir saisir le Collège des propositions résultant des réflexions du groupe de travail d'ici l'échéance des mesures exceptionnelles adoptées le 19 septembre dernier.

Je vous prie de croire, chère Madame, cher Monsieur, à l'assurance de tous mes sentiments les meilleurs, *et de mes vifs remerciements.*



Michel PRADA

ANNEXE II : LISTE DES MEMBRES DU
GROUPE DE TRAVAIL

COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL « VENTES A DECOUVERT »

❖ Présidents :

- Marie-Ange Debon
- Jean-Pierre Hellebuyck

❖ Membres :

• **Emetteurs :**

- Virginia Jeanson (Air Liquide)
- Julian Waldron (Technip)
- Philippe Marien (Bouygues)

• **Sociétés de gestion :**

- Paul-Henri de la Porte du Theil (CAAM)
- Jacques Joakimides (Acropole)
- Didier Le Ménestrel (Financière de l'Echiquier)
- Erich Bonnet (ADI)

• **Autres intermédiaires financiers :**

- Jean-Pierre Mustier (Société Générale)
- Philippe Sanlaville (Exane)
- Romuald Orange (HSBC)
- Monique Veillerobe (Calyon)
- François Artigala (BNP-Paribas)

• **Entreprise de marché :**

- Roland Bellegarde (Nyse Euronext)

• **Avocat :**

- Benjamin Kanovitch (Cabinet Bredin Prat)

• **Trésor :**

- Gilles Petit

**ANNEXE III : LISTE DES PERSONNES
CONSULTEES PAR LE GROUPE**

PERSONNES CONSULTEES

- **F. Artigala, membre du groupe (BNP-Paribas)**
- **R. Bellegarde, membre du groupe (Euronext-Paris)**
- **D. Ceolin et J.-M. Bonnichon (ABC Arbitrage)**
- **J. S. Chanos (Kynikos Associates)**
- **R. Fuller, S. Arnott, P. Montpeyrou (Citadel Group)**
- **R. Ketchum (NYSE Regulation et FINRA)**
- **P.-H. Leroy (Proxinvest)**
- **C. Neuville (ADAM)**
- **Al. Pochet (BPSS)**
- **P.-D. Renard (LCH Clearnet)**
- **Ch. Roupie, responsable prêts-emprunts de titres (Axa-IM)**
- **Mary Richardson, Alternative Investment Management Association (AIMA)**

ANNEXE IV : VENTES A DECOUVERT -
DISPOSITIF EN VIGUEUR DANS LES
PRINCIPAUX ETATS – TABLEAU
COMPARATIF

Dispositifs en vigueur dans les principaux pays concernant les ventes à découvert

Pays	Interdictions/Restrictions	Règlement-livraison	Déclaration au régulateur	Publication
Etats-Unis	Interdiction des ventes à découvert sur les valeurs financières (assortie de dérogations pour les teneurs de marché etc.) prononcée le 18 septembre et levée le 8 octobre 2008	Depuis septembre 2008 livraison à J+3 puis rachat/emprunt obligatoire (pour le broker-dealer ou compensateur responsable) à partir de J+4 en cas de suspens (J+6 pour les teneurs de marché et toute vente longue) à défaut de quoi le broker-dealer/compensateur est interdit de vendre à découvert le titre concerné sans emprunt préalable (dispositions sous revue à la suite d'une consultation publique achevée en décembre 2008)	Déclaration hebdomadaire à la SEC par les gérants d'actifs américains (fonds de pension, OPC, hedge funds...) des ventes à découvert et des positions courtes par titre (dispositions sous revue) Déclaration quotidienne aux SRO (FINRA, NYSE Regulation, NASD) des achats, des ventes longues et des ventes courtes	Données agrégées rendues publiques mensuellement par les SRO sur les positions courtes par titre à partir des déclarations faites par les broker-dealers sur leurs propres positions et celles de leurs clients
Royaume-Uni	Interdiction de toute prise de position courte (ou augmentation d'une telle position) sur les valeurs financières prononcée le 18 septembre 2008 et levée le 16 janvier 2009	Livraison à J+3. Rachat possible par LCH. Pénalité financière potentiellement applicable par Crest au vu du taux mensuel de suspens attribuable à chaque participant	La déclaration des transactions par les intermédiaires à la FSA ne distingue pas les ventes à découvert	Publication de toute position courte nette supérieure à 0,25% du capital des valeurs financières jusqu'au 30 juin 2009 sauf prorogation Le document mis en consultation le 6 février propose la publication de toute position nette supérieure à 0,50% du capital de toute société cotée
Pays-Bas	Interdiction de toute prise de position courte sur les valeurs financières jusqu'au 28 février sauf prorogation	Livraison à J+3 puis rachat par LCH Clearnet en cas de suspens à J+10	La déclaration des transactions par les intermédiaires à l'AFM ne distingue pas les ventes à découvert	Publication de toute position courte nette supérieure à 0,25% du capital des valeurs financières (même durée)

Belgique	Interdiction des ventes à découvert sans emprunt préalable des titres pour les valeurs financières jusqu'au 20 mars sauf prorogation	Livraison à J+3 puis rachat par LCH Clearnet en cas de suspens à J+10	La déclaration des transactions par les intermédiaires à la CBFA ne distingue pas les ventes à découvert	Publication de toute position courte nette supérieure à 0,25% du capital des valeurs financières (même durée)
Portugal	Interdiction des ventes à découvert sans emprunt préalable des titres pour les valeurs financières jusqu'à nouvel avis	Livraison à J+3 puis rachat par LCH Clearnet en cas de suspens à J+10 Egalement une pénalité financière forfaitaire imposée par Euroclear en cas de suspens	La déclaration des transactions par les intermédiaires à la CMVM ne distingue pas les ventes à découvert L'obligation pour les membres d'Euronext Portugal de déclarer les ventes à découvert à la CMVM quotidiennement a été levée le 9 janvier 2009	Publication de toute position courte nette supérieure à 0,25% du capital de toute société cotée jusqu'à nouvel avis
Allemagne	Interdiction des ventes à découvert sans emprunt préalable des titres pour les valeurs financières jusqu'au 31 mars 2009 sauf prorogation	Livraison à J+2 puis en cas de suspens rachat possible par Eurex CCP à partir de J+8	La déclaration des transactions par les intermédiaires à la BaFin ne distingue pas les ventes à découvert	Néant
Italie	Interdiction des ventes à découvert, jusqu'au 28 février sauf prorogation : <ul style="list-style-type: none"> - pour les valeurs financières et pour les sociétés en période d'augmentation du capital, avec ou sans emprunt préalable des titres, - pour les autres valeurs, sans emprunt préalable des titres. 	Livraison à J+3 puis en cas de suspens pénalité financière forfaitaire par jour enfin rachat à J+ 11 assorti d'une pénalité financière proportionnelle à la valeur du suspens (rachat et pénalités imposés par la chambre de compensation)	La déclaration des transactions par les intermédiaires à la CONSOB ne distingue pas les ventes à découvert	Néant

Espagne	Interdiction des ventes à découvert sans emprunt préalable des titres pour toutes les valeurs (décret de 1967) ; en pratique pas de sanction si les titres sont empruntés ou achetés à J	Livraison à J+3 puis rachat par l'intermédiaire dès J+4 assorti d'une pénalité (pénalité forfaitaire de 2,00% et pénalité proportionnelle de 0,10% par jour) et la confiscation de tout profit (différence entre le prix de la vente et le prix du rachat s'il est inférieur)	La déclaration des transactions par les intermédiaires à la CNMV ne distingue pas les ventes à découvert	Publication de toute position courte nette supérieure à 0,25% du capital des valeurs financières
Suisse	Interdiction des ventes à découvert sans emprunt préalable des titres pour toutes les valeurs cotées sur SWX (cette prohibition ne s'applique pas aux valeurs cotées sur SWX Europe)		Déclaration à J+5 au plus tard des positions courtes (dérivés seulement) par les détenteurs de 3% du capital de toute société cotée (déclaration faite par l'investisseur à la bourse à la société émettrice concernée)	Publication à J+7 au plus tard (par la bourse et/ou la société émettrice concernée)
Canada	Encadrement du prix (uptick rule) sauf pour les valeurs canadiennes également cotées aux Etats-Unis (exception en vigueur depuis juillet 2007, date à laquelle cette disposition a été supprimée aux Etats-Unis)		Déclaration bimensuelle à la Bourse par les intermédiaires de la position courte (titres seulement) par titre pour chaque client et le compte propre de l'intermédiaire	Publication bimensuelle des données agrégées sur la position courte (titres seulement) par titre par TSX (pour le compte de toutes les Bourses canadiennes)
Japon	Interdiction des ventes à découvert sans emprunt préalable pour toutes les valeurs jusqu'au 31 mars 2009 sauf prorogation Encadrement du prix (uptick rule)		Déclaration à J+2 par les intermédiaires à la Bourse de toute position courte (titres seulement) par titre et pour chaque client jusqu'au 31 mars 2009 sauf prorogation	Publication par la Bourse de toute position courte (titres seulement) supérieure à 0,25% du capital de toute société cotée (cette information est publiée par la Bourse sur la base des déclarations faites par les intermédiaires)

<p>Australie</p>	<p>Interdiction des ventes à découvert :</p> <ul style="list-style-type: none"> - pour les valeurs financières, avec ou sans emprunt préalable des titres, jusqu'au 6 mars 2009 sauf prorogation, - pour les autres valeurs, sans emprunt préalable des titres (mesure permanente, assortie d'une dérogation pour les ventes à découvert résultant de l'exercice d'options négociables en bourse) <p>Encadrement du prix (uptick rule)</p>		<p>Déclaration quotidienne (J+1 9h00) à la bourse (ASX) par les intermédiaires des ventes longues, des ventes courtes et des ventes courtes exemptées (ventes à découvert de valeurs financières aux fins d'arbitrage ou couverture) par titre</p>	<p>Publication quotidienne à J+1 par ASX des ventes à découvert agrégées par titre</p>
<p>Hong Kong</p>	<p>Interdiction des ventes à découvert sans emprunt préalable des titres pour toutes les valeurs</p> <p>Encadrement du prix (uptick rule)</p>		<p>Déclaration à la Bourse :</p> <ul style="list-style-type: none"> - des ventes à découvert (« marquage des ordres ») - des positions courtes (titres seulement) supérieures à 1,00% du capital par les détenteurs de 5% du capital de toute société cotée 	<p>Publication quotidienne par la Bourse des ventes à découvert agrégées par titre</p> <p>Publication par la Bourse à J+3 des positions courtes déclarées</p>

ANNEXE V : VENTES A DECOUVERT -
DISPOSITIF EN VIGUEUR DANS PLUSIEURS
ETATS EUROPEENS – QUESTIONS POSEES
AUX PROFESSIONNELS

Etudes réalisées auprès des professionnels interrogés

BELGIUM / FRANCE / THE NETHERLANDS (ESES)

Q1: When the seller sells stocks on Day D, does he need to have the stocks on his account on D, or before D?

No (except for specific restrictions, in force since October 2008, related to a list of Banks and Insurance Companies securities, one list per CSD. For the latest, the seller must own or at least acquire the securities before selling them). There is however a commitment from the seller to deliver the sold securities on settlement date

Q2: Should it be the case, can he obtain the stocks by borrowing them?

Yes (except for restricted securities see above)

Q3: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, can stocks obtained via purchases (or other operations) made before D but only settled on D+1, D+2 or D+3, be eligible?

Yes

Q3 Bis: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, does he however have to commit to deliver the stocks on the settlement date (i.e. in general D+3)? Should it be the case, how does he provide such commitment and to whom?

Yes there is a commitment to deliver at pre agreed Settlement Date. For OTC transactions, the commitment is between the trading parties (the seller and the buyer) according to market practice. For On exchange, the commitment is with the CCP (see rule book).

Q4: Should the seller not be required to have the stocks on his account on D or before, what happens if he fails to deliver on D+3? Is there a penalty mechanism and how does it work?

Depending of the CSD a fee based penalty mechanism may be in place to reinforce the market discipline within members (e.g. in France, fixed fee applicable to the failing member for every failed trade after settlement date. This is not applicable in NL or BE for CIK.). For On Exchange transactions, the CCP will use its own rules. See below.

Q5: When the settlement involves a clearing member, what do the clearing house's rules provide for, if the stocks are not available for delivery on D+3?

The CCP (LCH Clearnet) has set up buy-in rules to protect the buyer. In principle, every seller that fail to deliver on due date is exposed to a "buy-in" from the CCP. The buy-in is triggered as soon as a buyer can not be delivered after SD+7.

Q6: Does the seller have to indicate to the broker that he's selling short? Should it be the case, how does he provide such indication and to whom?

No

Q7: Are there any other questions on this issue that should be also covered for a better understanding of your settlement system?

N/A

GERMANY

Q1: When the seller sells stocks on Day D, does he need to have the stocks on his account on D, or before D?

No. It is sufficient to have an unconditional entitlement of transfer of ownership in the shares.

Q2: Should it be the case, can he obtain the stocks by borrowing them?

Yes, he can. But stock lending agreement has to be done before or at least at the same time when the sale transaction is concluded (unconditional entitlement of transfer of ownership as mentioned under point 1)

Q3: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, can stocks obtained via purchases (or other operations) made before D but only settled on D+1, D+2 or D+3, be eligible?

Yes, see comment under question 1.

Q3 Bis: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, does he however have to commit to deliver the stocks on the settlement date (i.e. in general D+3)? Should it be the case, how does he provide such commitment and to whom?

There is no commitment for OTC trades in the German market.

Q4: Should the seller not be required to have the stocks on his account on D or before, what happens if he fails to deliver on D+3? Is there a penalty mechanism and how does it work?

There is no penalty mechanism. Counterparts have to claim bilaterally. There are special conditions for CCP (see point 5)

Q5: When the settlement involves a clearing member, what do the clearing house's rules provide for, if the stocks are not available for delivery on D+3?

There are buy-in procedures in place (Eurex CCP e.g. first buy-in after 5 fail days)

Q6: Does the seller have to indicate to the broker that he's selling short? Should it be the case, how does he provide such indication and to whom?

N/A

Q7: Are there any other questions on this issue that should be also covered for a better understanding of your settlement system?

The restriction for short selling announced by the German BAFIN only concerns a limited list of securities:

GREECE

Q1: When the seller sells stocks on Day D, does he need to have the stocks on his account on D, or before D?

Seller needs to have the position on his account on D - this applies especially for retail clients-, For FI clients though seller needs to have the position on his account available at least on Settlement Date.

Q2: Should it be the case, can he obtain the stocks by borrowing them?

Yes, he can borrow shares either through the derivatives market or through OTC trade.

Q3: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, can stocks obtained via purchases (or other operations) made before D but only settled on D+1, D+2 or D+3, be eligible?

Yes. Stocks obtained before [or even at D] are eligible.

Q3 Bis: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, does he however have to commit to deliver the stocks on the settlement date (i.e. in general D+3)? Should it be the case, how does he provide such commitment and to whom?

In the Greek market this obligation goes to the local broker [currently the only one able to book trades in the local market]. Therefore if for any reason client does not deliver on SD then full responsibility of the trade goes to the local broker who has various mechanisms to cover the shortage. For this reason [obligation to the local broker] fail trades do not exist in the market. Any fees or penalty imposed by the market to the local broker can be requested back from the client.

Q4: Should the seller not be required to have the stocks on his account on D or before, what happens if he fails to deliver on D+3? Is there a penalty mechanism and how does it work?

The local broker who booked the trade in the market is responsible to fulfil the delivery obligation. There are three different options that broker can choose from. SPOT1 mechanism will be applied on D+3, SPOT2 on D+4 until 9.40 CET or STRA (Standard Type Repurchase Agreement) on D+3 or D+4 until 9.40 CET. The SPOT1 and SPOT2 procedures are initiated by the local broker who had booked the trade for the seller and he is obliged to buy the shares at any price from the market to cover the short position. The price difference between the initial delivery on D and the purchase of the stock on D+3 is the cost allocated to the seller. Regarding STRA, the local broker borrows the stock from the derivatives pool in order to settle the delivery and the interest charged by the pool is passed to the client. This procedure is usually followed when the seller is able to deliver right after D+4. If for any reason the broker fails to follow any of the above mechanisms and close the short position there are pure penalty fees for trades' value up to EUR 449,999 and from EUR 450,000 the clearing member is excluded from the trading sessions until the time he covers the delivery obligations.

Q5: When the settlement involves a clearing member, what do the clearing house's rules provide for, if the stocks are not available for delivery on D+3?

Same as above. In case of delivery failures local brokers are considered to be the clearing member.

Q6: Does the seller have to indicate to the broker that he's selling short? Should it be the case, how does he provide such indication and to whom?

Currently, sellers are not obliged to notify broker that they are selling short.

Q7: Are there any other questions on this issue that should be also covered for a better understanding of your settlement system?

Besides the fail mechanisms that have been briefly described in Q4, market has also available two funds [Guarantee Fund and Supplementary Fund] that can contribute - cash wise- in case of market disturbances or broker defaulting.

ITALY

Q1: When the seller sells stocks on Day D, does he need to have the stocks on his account on D, or before D?

In case of sale of shares issued by banks or insurance companies, the ordering party must have the availability and the ownership of the securities position from trade date (D) and up to settlement date of the transaction.

In case of sale of other shares listed and traded on any Italian regulated market, the ordering party must have the availability of the securities position.

Q2: Should it be the case, can he obtain the stocks by borrowing them?

In case of sale of shares issued by banks or insurance companies, Securities held through securities lending transactions shall consequently not be taken into account for the purposes of the availability and ownership requirements.

In case of sale of other shares listed and traded on any Italian regulated market, securities held through securities lending transactions can in this case be taken into account. The commitment from the lender to deliver shares at TD+3 must be taken at TD.

Q3: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, can stocks obtained via purchases (or other operations) made before D but only settled on D+1, D+2 or D+3, be eligible?

See point 1/2

Q3 Bis: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, does he however have to commit to deliver the stocks on the settlement date (i.e. in general D+3)? Should it be the case, how does he provide such commitment and to whom?

Should the seller fail to deliver on settlement date, the normal procedure applied to fails on exchange will be applied (see point 5).

Q4: Should the seller not be required to have the stocks on his account on D or before, what happens if he fails to deliver on D+3? Is there a penalty mechanism and how does it work?

There are no specific rules about it.

Q5: When the settlement involves a clearing member, what do the clearing house's rules provide for, if the stocks are not available for delivery on D+3?

As there are no specific rules about it, the common market rules must be followed. Transactions are considered "failed" when a member's contractual position is not settled by the end of settlement day. The commission will be levied on each failed contractual position present in the clearing system and in the gross settlement cycle at the beginning of every day on the basis of the following scale: fail counter value category: 0.01-100.000,00 Euro (50 Euro commission) / 100.000,01-1.000.000,00 Euro (150 Euro commission) / 1.000.000,01-2.000.000,00 Euro (200 Euro commission). On SD+4 the buy-in notification will be automatically sent to the failing party by the CCG. On the evening of SD+8 the buy-in will be executed. Members who have not delivered the financial instrument for a given "end of validity date" will

be charged with a commission consisting of a fixed fee of 1.000,00 Euro plus a variable fee of 0.1% of the counter value of the financial instruments purchased through the buy-in agent on each buy-in executed.

Q6: Does the seller have to indicate to the broker that he's selling short? Should it be the case, how does he provide such indication and to whom?

There are no a specific rules about it.

Q7: Are there any other questions on this issue that should be also covered for a better understanding of your settlement system?

More restrictions: short selling is not allowed from the day after approval of the capital increase by the Board of directors up to the day new shares have been delivered to those who have exercised their rights.

PORTUGAL

Q1: When the seller sells stocks on Day D, does he need to have the stocks on his account on D, or before D?

There is no obligation to hold the securities in its account when placing the order (except for specific restrictions, in force since October 2008, related to a list of Banks), however, the legitimacy of the orderer may also take place by demonstrating that the availability of said securities has been ensured for settlement through loans or other legal means which assigns temporary ownership.

Q2: Should it be the case, can he obtain the stocks by borrowing them?
Yes (except for restricted securities see above)

Q3: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, can stocks obtained via purchases (or other operations) made before D but only settled on D+1, D+2 or D+3, be eligible?

Yes

Q3 Bis: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, does he however have to commit to deliver the stocks on the settlement date (i.e. in general D+3)? Should it be the case, how does he provide such commitment and to whom?

Yes there is a commitment to deliver at pre agreed Settlement Date.

For OTC transactions, the commitment is between the trading parties (the seller and the buyer) according to market practice.

For On exchange, the commitment is with the CCP (see rule book)

Q4: Should the seller not be required to have the stocks on his account on D or before, what happens if he fails to deliver on D+3? Is there a penalty mechanism and how does it work?

Depending of the CSD a fee based penalty mechanism may be in place to reinforce the market discipline within members (e.g. in France, fixed fee applicable to the failing member for every failed trade after settlement date. This is not applicable in NL or BE for CIK.).

For On Exchange transactions, the CCP will use its own rules. See below.

In Portugal there is also a fixed fee applied by the Portuguese CSD for the resubmission of a trade after the first settlement attempt.

Q5: When the settlement involves a clearing member, what do the clearing house's rules provide for, if the stocks are not available for delivery on D+3?

The CCP (Clearnet) has set up buy-in rules to protect the buyer. In principle, every seller that fail to deliver on due date is exposed to a "buy-in" from the CCP. The buy-in is triggered as soon as a buyer can not be delivered after SD+7.

Q6: Does the seller have to indicate to the broker that he's selling short? Should it be the case, how does he provide such indication and to whom?

No, however the financial intermediary may refuse to accept an order when the entity placing the order does not prove the availability of the financial instruments to be disposed.

Q7: Are there any other questions on this issue that should be also covered for a better understanding of your settlement system?

N/A

SPAIN

Q1: When the seller sells stocks on Day D, does he need to have the stocks on his account on D, or before D?

The seller must have the stock before or acquire it during D. Other option will be to become the owner of the stock by borrowing it, or by executing an irrevocable conversion right, option or any kind of derivative instrument with physical delivery.

Q2: Should it be the case, can he obtain the stocks by borrowing them?

Yes. In the case that the seller has not the position, as mentioned before, there is the option to become the owner of the stock by borrowing them. This borrow must be traded before D+3, in order to settle the sale within the proper deadlines (D+3 before 15:00h CET).

Q3: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, can stocks obtained via purchases (or other operations) made before D but only settled on D+1, D+2 or D+3, be eligible?

Yes.

Q3 Bis: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, does he however have to commit to deliver the stocks on the settlement date (i.e. in general D+3)? Should it be the case, how does he provide such commitment and to whom?

Yes. Once the trade has been traded on D, during D or D+1 the broker allocates the shape to a settlement agent, following the instructions of the seller. The settlement agent (normally the custodian bank of the seller) is an entity within Iberclear, the Spanish CSD. The settlement agent has a time frame to accept or reject the allocation of the shape. If the shape is accepted in front of Iberclear, the settlement agent has the commitment to deliver the stocks on D+3 before 15:00h CET. There is a "second" opportunity to deliver the stock that takes until D+4 at 15:00h CET. If the seller fails to deliver after that time, the stock will be bought-in by Iberclear.

Q4: Should the seller not be required to have the stocks on his account on D or before, what happens if he fails to deliver on D+3? Is there a penalty mechanism and how does it work?

Yes. Short-selling is not permitted and is penalised by Iberclear. In the case the seller settles the delivery by using shares purchased after D, Iberclear applies a short sale fine of 10bp per day of the gross sale amount for each day elapsed between the trade date of the sale and the date the securities are purchased. Additionally, confiscation of price-generated profit, based upon the difference between the sale price and the post dated purchase price, will also be charged by Iberclear. Buy-in procedure takes place if the sale is not settled before D+4 at 15:00h CET. At that moment Iberclear executes a buy-in in the market in order to cover the outstanding sale which the seller has failed to settle. The seller is made to bear the cost of the buy-in, which is composed of the cost of the shares themselves and a fine of 2% over the effective amount of the purchase. In addition, should the price of the shares at the time of the buy-in be lower than that of the sale, Iberclear will confiscate the profit

made on the transaction. If the purchase price is higher than that of the sale, the investor is made to bear that loss.

Q5: When the settlement involves a clearing member, what do the clearing house's rules provide for, if the stocks are not available for delivery on D+3?

There is no clearing house for securities as such in the Spanish market. Every participant in the market has the same responsibility for delivery in D+3.

Q6: Does the seller have to indicate to the broker that he's selling short? Should it be the case, how does he provide such indication and to whom?

No. The broker, as intermediary, just processes the selling instruction, it is the seller who takes the responsibility of the position control. Therefore, no indication of short selling is given.

Q7: Are there any other questions on this issue that should be also covered for a better understanding of your settlement system?

All Spanish Equities contain a registration component. Each time Spanish Equities are purchased in the market, the investor must provide the Spanish broker with a registration name, which is then communicated to the "Sociedad Rectora" (Stock Exchange). The investor must quote this same registration name when the position is sold in the market.

This registration is included as part of the trade execution when shares are purchased. There are no physical certificates to send out; the "Sociedad Rectora" maintains registration in electronic form. Brokers have until D+1 in the afternoon to convey this information to the market authorities. Original registration provided to the local brokers can be amended until D+2 at 19.00h CET when it is forwarded to Iberclear by the Stock Exchange.

The recorded registration details remain with the shares throughout the settlement cycle and are held within Iberclear's book entry system. The registration name determines ownership.

One of the features that characterises the Spanish Equities market is the existence of "Referencias de Registro" (Record References) numbers, also known as RRs. The RR is a fifteen digit number which contains the following information: Type of Trade (Purchase, Loan) / Trade date (YYMMDD) / Transaction Number Control Digit. The RR is linked in Iberclear to a beneficiary and price for the stock. Every time there is a transaction in the market (that is, a purchase, loan or put-through), a new RR is created, linked to a different beneficiary. The trade date and price information is used by Iberclear to calculate short sale fines where necessary. As one RR is created for each trade communicated to Iberclear, it represents the bundle of stock that is the subject of that trade.

UNITED-KINGDOM

Q1: When the seller sells stocks on Day D, does he need to have the stocks on his account on D, or before D?

No, on settlement date is sufficient.

Q2: Should it be the case, can he obtain the stocks by borrowing them?

N/A

Q3: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, can stocks obtained via purchases (or other operations) made before D but only settled on D+1, D+2 or D+3, be eligible?

Yes, any purchase or borrow will be eligible to settle the delivery.

Q3 Bis: If there's no obligation for the seller to have the stocks on his account on D, does he however have to commit to deliver the stocks on the settlement date (i.e. in general D+3)? Should it be the case, how does he provide such commitment and to whom?

The only commitment is provided to the buyer through trade confirmation.

Q4: Should the seller not be required to have the stocks on his account on D or before, what happens if he fails to deliver on D+3? Is there a penalty mechanism and how does it work?

The mechanism in place is the implementation of "settlement fines" by Crest based on the overall settlement efficiency for a given participant on a monthly basis.

Q5: When the settlement involves a clearing member, what do the clearing house's rules provide for, if the stocks are not available for delivery on D+3?

There is no auto borrow provided by the clearing house. A buy-in mechanism is in place through LCH or can be invoked by the buyer for other securities like physicals or unit trusts.

Q6: Does the seller have to indicate to the broker that he's selling short? Should it be the case, how does he provide such indication and to whom?

No, there is no obligation to inform the buyer.

Q7: Are there any other questions on this issue that should be also covered for a better understanding of your settlement system?

Please note that short selling was banned in the UK in September 18th 2008 and the ban was removed in January 16th 2009.

Short selling is strictly followed up by FSA through the Transaction Reporting mechanism.

ANNEXE VI : THE BNP PARIBAS HEDGE FUND
CENTRE AT HEC – « VENTES A DECOUVERT ET
STABILITE DES COURS DE BOURSE
UNE REVUE DE LA LITTERATURE
ACADEMIQUE »



NEWSLETTER no 1 Novembre 2008

Sommaire

- 1) **Éditorial** de Patrick Fauchier
- 2) **Le Short Selling: Revue de la recherche académique** par David Thesmar
- 3) **Agenda des activités** par Jean-Louis Allez

Voici la 1ère lettre trimestrielle du nouveau BNP Paribas Hedge Fund Centre at HEC. Son contenu répond à un double but: d'une part faire le point de l'état des recherches académiques sur un sujet proche de l'actualité concernant les Hedge Funds et d'autre part informer sur les activités passées et à venir du Centre. La forme de cette lettre est encore basée sur une maquette provisoire et notre très actif directeur exécutif fera de son mieux pour que la lettre no 2 soit dans son format définitif!

La revue de la recherche de ce trimestre traite du fameux "short selling" qui fait l'objet récemment de beaucoup d'écrits et de discours. Que le short selling suscite de la curiosité est bien normal, c'est une technique qui peut paraître contre intuitive et la comprendre requiert de la part de l'observateur toute son attention. Cependant, il est fréquent, semble-t-il, que les écrits de certains commentateurs à ce sujet soient plus basés sur une réaction émotive qu'objective. C'est précisément l'émotivité qui est bien souvent en Finances le pire ennemi de l'Homme. Nous espérons que ce point de la recherche sur ce sujet permettra au lecteur de se forger une idée basée sur des études académiques faites à l'aune de la rigueur scientifique, donc dépourvues de parti pris. Nous vivons une période tellement "sensationnelle", dans le sens étymologique du terme, qu'il est bon d'avoir présent à l'esprit le vieux dicton: "en toute chose il faut savoir garder raison".

Patrick Fauchier,
Président du Conseil de Surveillance du BNP Paribas Hedge Fund Centre at HEC

Mission des BNP Paribas Hedge Fund Centres.

Les BNP Paribas Hedge Fund Centres sont des Centres qui favorisent l'éducation, la recherche et l'information sur l'industrie des Hedge Funds dans son ensemble. C'est à dire:

- o L'éducation académique par des cours dispensés à différents niveaux au sein des institutions partenaires,
- o La recherche au moyen d'un programme annuel de soutien financier actif au niveau national et international pour une recherche académique du plus haut niveau
- o L'information au travers de symposium, de séminaires et de newsletters.

Les BNP Paribas Hedge Fund Centres ne sont en aucun cas des plates-formes de promotion de l'industrie des Hedge Funds et, au travers de leurs conseils de surveillance respectifs, ils veillent à ce que soient respectées une recherche et une information objective, équilibrée et non partisane, garantes de l'intégrité académique.

Ventes à découvert et stabilité des cours de bourse Une revue de la littérature académique

David THESMAR ¹

Des traductions en anglais, italien et espagnol de cette lettre sont disponibles sur le site web du Centre (<http://www.hec.fr/hfcentre>)

Alors que les valeurs boursières sont en baisse tendancielle avec une très forte volatilité, les pouvoirs publics dans plusieurs pays ont interdit à divers degrés les ventes à découvert. Le 19 septembre dernier, lorsque les valeurs des grandes banques étaient particulièrement attaquées, la SEC, le régulateur de la bourse américaine, et la FSA, régulateur de la bourse anglaise, ont interdit les ventes à découvert des titres de la plupart des entreprises financières, pour une durée de deux semaines aux États-Unis, et quatre mois outre Manche. Peu de temps après, l'AMF a interdit en France le prêt de titres (donc la possibilité de vendre à découvert) pour une durée de trois mois.

Vendre un titre à découvert, c'est parier sur sa baisse. Pour le faire, il faut vendre le titre sans le posséder au préalable: typiquement, les vendeurs à découvert empruntent les titres à des investisseurs qui en possèdent ou à leur courtier, les vendent immédiatement, puis les rachètent pour honorer leur dette. Ils empochent alors la différence entre le prix de vente et le prix d'achat. Prenons un exemple: l'opérateur emprunte un titre coté 100 euros, auprès d'un investisseur institutionnel ou de son courtier. Il vend ensuite ce titre. Lorsque le prix du titre atteint l'objectif qu'il s'est fixé, disons 90 euros, l'opérateur le rachète et le restitue au prêteur en ajoutant une commission de "location".

On doit bien distinguer cette pratique de vente à découvert de celle dite du « naked short selling » qui, elle, est illégale. Dans ce cas, l'opérateur vend le titre sans l'avoir au préalable emprunté. Une façon simple de le faire consiste à jouer sur le délai de trois jours qui existe, sur la plupart des marchés, entre la vente d'un titre et sa livraison effective à son acheteur. Pour reprendre l'exemple plus haut, si l'on vend le titre le lundi, à 100 euros, on est seulement obligé de le livrer effectivement à l'acheteur le jeudi. Certains opérateurs peuvent être tentés de se procurer le titre le plus tard possible, par exemple le mercredi, espérant que le prix aura baissé, à disons 90 euros, et ainsi pouvoir être livré avant le jeudi soir. Dans ce cas, sans aucune mise de départ, l'opérateur empoche 10 euros par titre ainsi vendu. Cette pratique est proscrite par les régulateurs, en particulier parce qu'elle expose l'acheteur au risque de ne pas être livré à temps.

Historiquement, les ventes à découvert sont souvent mal comprises et attirent une mauvaise presse, en grande partie parce que certains investisseurs gagnent au moment même où la majorité perd. Eugene White rappelle que Napoléon avait interdit la pratique lors de la création de la Bourse de Paris au début du XIX^e siècle, sans réel succès. Dans L'Argent, Émile Zola met en scène la spéculation effrénée autour des titres de l'Union Générale. Lorsque le titre s'effondre, au tournant de l'année 1883, tous les investisseurs ne sont pas ruinés. Les « baissiers », dont le millionnaire Gundermann, qui vendent le titre en début de mois en ne le livrant qu'en fin de mois (une pratique légale en France

¹ Professeur associé de finance à HEC, et directeur scientifique du BNP Paribas Hedge Fund Centre at HEC.

jusqu'en septembre 2000), sont pour l'auteur à la fois des profiteurs et des instruments de la justice divine...

En théorie économique, les marchés fonctionnent harmonieusement lorsque les agents peuvent aussi bien prendre des positions vendeuses (courtes) qu'acheteuses (longues). Si un titre est surévalué, son cours est corrigé d'autant plus vite que les acteurs du marché peuvent le vendre à découvert. Si l'ensemble des acteurs qui peuvent vendre est limité à ceux qui possèdent le titre, l'ajustement sera plus lent mais aussi potentiellement plus brutal. C'est pourquoi les ventes à découvert ne sont pas, de manière générale, interdites. On les considère, en temps normal, comme l'image miroir de l'achat de titre: on autorise les agents à parier sur la hausse en achetant des titres et on les autorise à parier sur leur baisse en les vendant, même s'ils ne les possèdent pas.

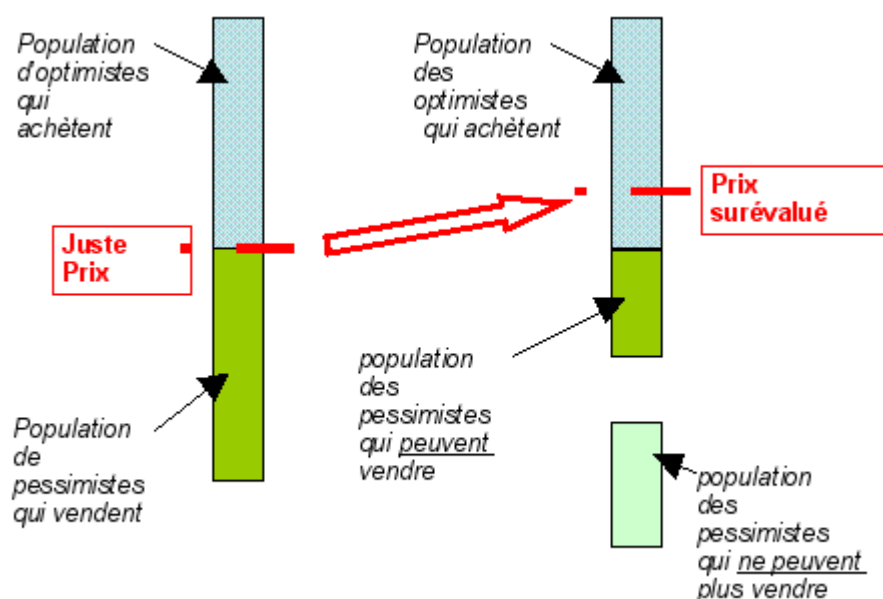


Figure 1 : L'effet d'une interdiction de ventes à découvert dans le modèle de Miller (1977)

Ce traitement symétrique de l'achat et de la vente est à l'origine des travaux récents de Harrison Hong, de Princeton, et Jeremy Stein, de Harvard. A la suite de Miller (1977), ils partent du constat qu'une bonne partie des échanges sur les marchés financiers résultent de divergences d'opinions entre les investisseurs. Certains sont optimistes, d'autres sont pessimistes, et l'investisseur moyen (somme des investisseurs optimistes et pessimistes) est, disons, réaliste (cf. Figure 1). Dans un marché où les ventes à découvert sont permises, les optimistes achètent, les pessimistes vendent et le prix de l'actif s'établit à sa « vraie » valeur (la valeur réaliste, moyenne des investisseurs). Supposons maintenant que les ventes à découvert soient interdites : alors une partie des investisseurs pessimistes, tous ceux qui ne possèdent pas la valeur, est exclue du marché. Il s'en suit que la voix dominante des investisseurs qui s'expriment sur le marché est en moyenne « plus optimiste ». Le titre sera alors surévalué : interdire les ventes à découvert, dans le modèle de Miller, c'est encourager la formation de bulles.

L'ingéniosité des travaux de Chen, Hong et Stein a été de trouver un test astucieux pour valider cette théorie. Ils ont utilisé les positions des investisseurs institutionnels

(l'information est disponible auprès de la SEC), et ont pu « compter » le nombre d'investisseurs détenteurs d'un titre donné. S'ils sont nombreux, Chen et al en déduisent que tout le monde est là : non seulement les investisseurs optimistes mais aussi les pessimistes qui trouvent tout de même le titre intéressant à détenir. Si les investisseurs sont peu nombreux, ils en déduisent que les plus pessimistes se sont retirés du titre. Comme les ventes à découvert sont en général coûteuses et interdites à certains acteurs (comme les SICAV classiques ou les fonds de pension), les pessimistes s'expriment alors moins dans le prix de l'action, et celle-ci est mécaniquement surévaluée (comme dans la figure 1). Effectivement, confirmant cette hypothèse théorique, ils trouvent que les actions dont le nombre d'investisseurs se réduit ont un cours qui *baissera* en moyenne d'environ 7% dans l'année qui suit, ce qui est cohérent avec l'idée que le cours est actuellement surévalué.²

Owen Lamont, de l'Université de Yale, a cherché à mesurer directement l'impact du coût de vendre à découvert sur la surévaluation des prix. Dans un article avec Charles Jones, il étudie le marché du prêt-emprunt de titres (où ceux qui prêtent les actions rencontrent ceux qui les empruntent), marché centralisé et public aux États-Unis dans les années 1920. Ils peuvent donc connaître, pour chaque action, le taux d'intérêt (le "coût" de la location du titre, ou *rebate rate* en anglais) qui représente le coût de vendre à découvert. Leur étude montre que lorsqu'une action est très chère à emprunter pour la vendre à découvert, son cours est surévalué et il baissera en moyenne de 10 à 20% dans l'année qui suit. L'intuition de Miller est à nouveau confirmée. Lorsqu'il est cher d'emprunter une action, les pessimistes ont du mal à vendre à découvert, et c'est surtout les optimistes qui forment le prix courant.

D'après ces études, rendre les ventes à découvert plus coûteuses, c'est empêcher les surévaluations de se corriger rapidement, et encourager l'émergence de bulles. A terme, les prix rejoindront leur valeur fondamentale quoiqu'il en soit, mais auparavant il y aura eu une montée excessive des cours, puis un dégonflement. Les deux études sus mentionnées suggèrent qu'interdire les ventes à découvert déstabilise les cours à moyen terme.

Ce phénomène est bien connu des régulateurs, et c'est la raison pour laquelle les ventes à découvert sont autorisées en temps normal. Si elles ont été autrefois compliquées à mettre en œuvre, les choses évoluent rapidement. Certains opérateurs mettent en place des plates-formes centralisées de prêt-emprunt de titres. Les grands investisseurs, les Hedge Funds peuvent obtenir ces services de la part de leurs courtiers, qui organisent les emprunts des titres auprès d'autres clients. Pour les investisseurs individuels, cette pratique tend à se développer (comme par exemple en France via le SRD³). Si certains titres (en particulier les petites capitalisations) sont toujours difficiles à vendre à découvert (les prêteurs sont plus rares), le pari à la baisse est, globalement, de plus en plus aisé.

Le débat actuel sur les ventes à découvert ne porte évidemment pas sur leur interdiction inconditionnelle, mais sur leur limitation en période de crise. Les interdictions mises en œuvre par la SEC, la FSA, et l'AMF et d'autres avaient pour but de parer au plus pressé, sur une période plutôt courte et où le risque de création d'une bulle apparaissait comme plutôt limité.

² Ce résultat peut paraître surprenant, d'autant qu'on pourrait s'attendre à ce qu'un faible nombre d'investisseurs suggère une désaffection « excessive » pour le titre ; dans ce cas, une réduction de ce nombre devrait prédire une hausse future des cours (l'action est sous évaluée). Une telle prédiction alternative est rejetée par les données.

³ Le SRD (système de règlement différé) est le système, mis en place en Septembre 2000 par les courtiers français, à travers lequel les investisseurs individuels peuvent retarder le règlement ou la livraison d'un titre à la fin du mois.

Cependant, à court comme à long terme, il n'y a pas de justification théorique fondamentale pour penser que l'interdiction des ventes à découvert soit génératrice de stabilité. Pour le comprendre, il faut partir de l'expérience de pensée suivante, imaginée par DeLong, Shleifer, Summers et Waldmann : il y a deux types d'investisseurs, ceux qui sont rationnels et ceux qui ne le sont pas. Les *irrationnels* ont un comportement erratique et moutonnier ; ils s'enthousiasment pour une valeur, puis s'en débarrassent en masse, au gré de leur « sentiment ». Ils déstabilisent les cours. En temps normal, les *rationnels* compensent les mouvements des irrationnels, ils achètent quand ceux-ci vendent, et vice versa, car c'est dans leur intérêt de le faire. Ce faisant, ils stabilisent les cours.

Imaginons maintenant que l'on interdise les ventes à découvert, et que, par ailleurs, ce mécanisme soit surtout utilisé par les investisseurs rationnels. Dans ce cas, on empêche les investisseurs rationnels de jouer leur rôle de stabilisateur des cours, et ceux-ci deviennent plus volatils. De plus, on réduit le volume d'échange et la liquidité du titre: il devient maintenant plus difficile, pour un *irrationnel* optimiste, de trouver vendeur puisqu'on interdit aux rationnels de leur vendre. Après l'interdiction du 19 septembre dernier, le Wall Street Journal notait d'ailleurs en citant une étude du Crédit Suisse que « le volume d'échange des titres est tombé de 41.1% dans la semaine du 15 au 22 septembre, mais le volume des actions dont la vente à découvert a été interdite, est tombé lui de 49.6%. Les opérateurs ont constaté que les échanges sont devenus moins aisés, ce qui en retour augmente les coûts [de transaction] en réduisant le prix auquel les investisseurs peuvent vendre, et en augmentant le prix auquel il achètent[...] Pendant ce temps, les variations de prix ont été amplifiées et la volatilité journalière des actions depuis l'interdiction de vendre à découvert a souvent été multipliée par deux, par rapport au mois d'août». ⁴

D'un point de vue statistique, cet effet sur la volatilité a été confirmé dans les études qui portent sur les coûts de transaction et la volatilité des cours (l'interdiction de vendre à découvert est un coût de transaction, de même que l'interdiction d'acheter sur marge, c'est-à-dire en s'endettant). Par exemple, Charles Jones et Paul Seguin ont étudié la baisse des coûts de transaction sur le NYSE en 1975, en prenant les actions cotées au Nasdaq comme groupe de contrôle. Ils ont trouvé que les actions cotées au NYSE sont devenues *moins* volatiles, comparées aux actions du Nasdaq.

La baisse des coûts de transaction réduit donc la volatilité, en ligne avec ce que suggère l'expérience de pensée de DeLong et al : les coûts de transaction nuisent davantage aux acteurs stabilisants du marché qu'à ceux qui le déstabilisent. Cette littérature rejoint d'ailleurs les recherches faites à la suite du débat de politique économique de la fin des années 1980. À cette époque, il était question de la taxe sur les transactions financières pour tenter de ramener de la stabilité sur les marchés (comme la taxe Tobin). Le problème avec cet argument est que toute taxe, donc contrainte, sur les transactions des acteurs qui déstabilisent le marché est également une taxe, donc une contrainte, sur les transactions des acteurs qui stabilisent les cours. Comme celui de la taxe Tobin, limiter des ventes à découvert a donc un effet en théorie ambigu sur la volatilité. Dans

⁴ "Between Sept. 22 and Sept. 29, overall trading volumes fell 41.1% from the week of Sept. 15-19, according to a Sandler O'Neill & Partners report. But volume in the restricted stocks is down 49.6%. That has made trading less efficient, participants say, which in turn makes it more costly for investors by lowering the prices at which they can sell and raising the prices at which they can buy. [...] Meanwhile, price swings have become more magnified. Over the course of the day, the volatility of individual stocks since the short-selling ban was enacted has often been twice that seen during a sample period in early August", *The Wall Street Journal*, 2 octobre 2008

le cas des coûts de transaction, l'article de Jones et Seguin suggère que l'effet déstabilisant pourrait dominer (au moins dans le cas des marchés financiers américains des années 1970).

Dans une étude plus récente réalisée avec Thierry Foucault et David Sraer, nous avons étudié l'effet sur les cours de bourse de la fin du règlement mensuel en septembre 2000. Cette période de transition semble s'être accompagnée, en dépit de la mise en place du SRD, d'une moindre utilisation par les investisseurs individuels de l'achat sur marge et des ventes à découvert. Cependant, une littérature émergente suggère qu'il se pourrait que les investisseurs individuels soient les investisseurs « irrationnels » du modèle de DeLong et al (voir, par exemple, Barber, Odean et Zhu), les institutionnels étant les investisseurs « rationnels ». Ainsi, la fin du règlement mensuel a abouti à limiter les transactions initiées par les investisseurs individuels qui sont ceux qui déstabilisent le marché. Nous observons que les mouvements des titres affectés par cette évolution sont effectivement devenus moins erratiques, plus liquides et moins volatils. Comparée à l'expérience de Jones et Seguin, l'intérêt de la fin du règlement mensuel est qu'elle agit comme une « taxe Tobin sélective », en ce qu'elle vise plus les irrationnels qui déstabilisent les cours, que les rationnels qui les stabilisent.

Cette dernière étude suggère qu'interdire les ventes à découvert, tout comme limiter les transactions d'autres natures, ne permet de réduire la volatilité *que si cette interdiction est bien ciblée sur les acteurs qui déstabilisent les cours*. Si l'interdiction frappe également les acteurs rationnels, la volatilité peut augmenter comme en témoignent les études américaines. Cela n'est pas si difficile à expliquer : les acteurs rationnels et sophistiqués semblent plus sensibles aux coûts de transaction que les acteurs irrationnels.

Au total, le large consensus de la littérature académique est que les ventes à découvert agissent comme stabilisateurs des prix. Plus récemment, des travaux cherchent à mettre en évidence les effets pervers d'un comportement de trading « prédateur » (Brunnermeier et Pedersen, 2005). Lorsqu'un grand institutionnel doit vendre, certains opérateurs peuvent, en vendant à découvert, aspirer toute la liquidité du marché (= tous les ordres d'achat) et amplifier la chute du titre. Les moins values réalisées par les opérateurs peuvent engendrer des appels de marge chez certains intermédiaires, les forcer à vendre d'autres titres et se propager à l'ensemble du marché. Ce type de comportement est donc potentiellement dangereux, en particulier dans un marché où la liquidité est fragile, comme c'était le cas au mois de septembre 2008. La réalité de ce phénomène, et son caractère menaçant pour le système financier demeure toutefois à démontrer, ce qui constitue une piste de recherche prometteuse pour les années à venir...

Bibliographie

- Barber, Brad, Odean, Terry, et N. Zhu, 2007, « Do Retail Trades Move Markets ? », *Review of Financial Studies*
- Brunnermeier et Pedersen, 2005, "Predatory Trading", *The Journal of Finance*
- Chen, Hong, et Stein, 2001, « Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditionnal Skewness in Prices », *Journal of Financial Economics*
- Chen, Hong, et Stein, 2002, « Breadth of Ownership and Stock Returns », *Journal of Financial Economics*
- DeLong, Brad, Shleifer, Andrei, Summers, Lawrence, et Waldman, Bruce, 1990, "Do Noise Traders Create Their Own Space?", *Journal of Political Economy*

The BNP Paribas Hedge Fund Centre at HEC

- Foucault, Thierry, Sraer, David et Thesmar, David, 2008, "Individual Investors and Stock Returns Volatility", mimeo HEC
- Hong, Harrison, et Stein, Jeremy, 2003, « Differences in Opinion, Short Sales Constraints, and Market Crashes », *Review of Financial Studies*
- Jones, Charles, et Lamont 2002, « Short Sales Constraints and Stock Returns », *Journal of Financial Economics*
- Jones, Charles, et Seguin, Paul, 1997, « Transaction Costs and Volatility : Evidence From Commission Deregulation », *The American Economic Review*
- Lamont, Owen, 2004, "Short Sales Constraints and Overpricing", <http://www.mba.yale.edu/faculty/pdf/overpricing.pdf>
- Miller, E., 1977, "Risk, Uncertainty, and Differences in Opinion", *Journal of Finance*
- Lauricella, Tom, "SEC Extend 'Short' Ban as Bailout Advances", *The Wall Street Journal*, October 2
- White, Eugene, 2006, « The Krach of 1882, the Bourse de Paris, and the Importance of Microstructure », mimeo Rutgers University

Agenda des activités au BP HFC at HEC

- **Éducation:**

À partir du **23 janvier 2009**, David Thesmar, conjointement avec Augustin Landier, Professeur de Finance à l'Université de New York (NYU Stern) donneront un cours électif sur le campus HEC, pour mieux comprendre les spécificités du secteur des Hedge Funds. (<http://www.hec.fr/masteres/programmes/finance/message6.php>).

Le **24 mars 2009**, le Centre organise à Paris un séminaire de 3 jours sur le thème: "The Hedge Fund Opportunity".

Des liens spécifiques pour la présentation de ce cours et de ce séminaire seront bientôt disponibles sur le site web du Centre.

- **Recherche:**

En novembre 2008, des appels à recherche, sous forme de "papers", ont été lancés afin de développer au niveau mondial la recherche et la coopération sur les Hedge Funds : un lien permettant d'accéder au détail de ces appels sera également bientôt disponible sur le site web du Centre.

- **Information**

1ere quinzaine de Mars (date à finaliser) : après le symposium du 26 mai 2008 sur le thème de la volatilité, ce deuxième symposium sera consacré aux CDS. Comme à l'accoutumé, le sujet sera traité sous l'angle d'un chercheur qui livrera ses études et réflexions académiques, d'un structureur qui parlera sous l'angle du concepteur/fabricant et enfin d'un gérant de Hedge Fund qui fera part de son expérience en tant qu'utilisateur. Suivra un débat de questions et réponses. (L'audience à ces symposiums est conviée sur invitation personnelle seulement.)

Pour toutes informations concernant le BNP Paribas Hedge Fund Centre at HEC

Site web : <http://www.hec.fr/hfcentre>

Céline Rimbaut, Coordinatrice du Centre (rimbault@hec.fr)

Jean-Louis Allez, Directeur Exécutif (allez@hec.fr).

Nous serions très heureux de recevoir vos suggestions et commentaires.

ANNEXE VII : BNP PARIBAS – PRESENTATION
DE L'ACTIVITE DE LA LIGNE DE PRODUIT
PRET/EMPRUNT DE TITRES



OBJET : Activité de la ligne de produit P/E de titres

27.11.2008

1. Description générale

1.1. Caractéristiques du marché du Prêt/Emprunt (P/E)

Le marché du prêt emprunt de titres est un marché de gré à gré, créé à l'origine afin d'apporter la liquidité nécessaire au bon dénouement des opérations d'achat et de vente, aussi bien en amont côté front-office qu'en aval au moment du règlement/ livraison au back-office. Avec l'explosion des volumes sur les marchés actions, il s'est également rapproché de son homologue du repo obligataire afin de permettre le refinancement en cash de positions longues. Enfin, dernièrement s'est-il étendu au « collateral management » avec échange de titres contre d'autres titres.

La formation des taux de prêt ou d'emprunt est la résultante de la confrontation, à un instant donné, des offres et des demandes présentes dans le marché. Ces dernières proviennent d'acteurs à la typologie très différente :

- d'un côté les prêteurs institutionnels, type fonds de pension, assureurs, asset managers ou conservations de titres ;
- de l'autre les emprunteurs structurels : tables de trading actions, prime brokers, hedge funds, etc...

Une caractéristique fondamentale de ce marché est de fonctionner sans engagement de durée, de prix ou de quantité (« open basis »): les prêteurs n'étant souvent que des « grossistes » centralisant les flux, ils ne maîtrisent pas les décisions de gestion des propriétaires effectifs des titres qui souvent n'acceptent de participer à un programme de prêt de titres que sous condition de pouvoir en disposer à leur guise. Toute transaction de prêt peut donc être clôturée (« recall ») partiellement ou en totalité avec simplement un préavis de 24 ou 48 heures. Il est donc très difficile d'anticiper les mouvements de prix (fixés au coup par coup en fonction de la contrepartie, de l'intérêt sur le titre et du volume) mais encore et surtout en termes de volumes disponibles. Le prix et le volume disponible en prêt / emprunt dépendent de facteurs aussi variés que :

- la portion du capital réellement flottante (excluant les pactes d'actionnaires)
- la détention des titres par des investisseurs participant à des programmes de prêt de titres
- la présence du titre dans les grands indices, gage de détention par les acteurs les plus sophistiqués
- l'existence ou l'anticipation d'une opération sur titres ou d'une assemblée générale
- le volume/jour traité en achat/ventes

A ces considérations se sont rajoutés, du fait de la crise du crédit, le rating de la contrepartie et le type de collateral donné face à l'emprunt de titres : certaines contreparties sont forcées de recevoir des obligations gouvernementales, d'autres du cash en USD (fonds Erisa aux US). Les taux de marge (haircut) varient également de 2% à 10% généralement, de même que les bases de rémunération du collateral cash (Fed Open/Fed Target/ O/N Libor, Euribor, etc), ce qui a de grandes conséquences en cas de liquidation de portefeuilles (Lehman)



Il est donc très important d'avoir les meilleures relations possibles avec les autres professionnels, de brasser suffisamment de volume pour être en relation avec le maximum de contreparties et ainsi avoir une bonne idée des prix pratiqués et ainsi s'approvisionner de manière optimale.

1.2. Objectifs du desk

Faisant partie des Dérivés actions, les objectifs assignés au desk de P/E sont de quatre natures :

- Trésorier Titres :
 - couverture, par des emprunts équivalents, des positions vendeuses nettes de BNPP Arbitrage,
 - rentabilisation ou refinancement des positions acheteuses stables des traders de BNPP Arbitrage
 - collateral management : minimiser le coût des titres mis en deposit ou collateral

- Market-maker de prix de repo garantis aux traders de BNPP Arbitrage – principalement des positions vendeuses à découvert. Les principaux utilisateurs sont :
 - Risk Arbitrage
 - Forward Trading
 - Convertibles
 - Options
 - Index Arbitrage
 - Portfolio Trading
 - Ventes Corporates (Esop,etc)
 - Ventes Institutionnels

(cf annexe1 pour des exemples de stratégie et leur implication de prêt/emprunt)

- Intermédiation sur le marché international du prêt et emprunt d'actions.

- Prêt / emprunt de titres aux clients du Prime Brokerage

Ces quatre objectifs sont indissociables car ils se nourrissent les uns les autres : pour emprunter aux meilleures conditions, il faut montrer aux prêteurs des flux réguliers et importants ; inversement un bon prêteur doit pouvoir répondre à des besoins variés et volumineux. Comme les positions internes des traders varient fortement d'un mois à l'autre, il est indispensable d'être bien développé en intermédiation pour assurer une position de « bon » prêteur/emprunteur toute l'année.



ANNEXE

Exemples de stratégies de trading ayant une implication prêt/emprunt de titres

Risk Arbitrage

- 1- **OPE** : Objectif : encaisser la prime sur la société cible proposée aux investisseurs par l'acquéreur :
 - Achat de la société cible
 - Vente à découvert de la société acquéreur <- besoin prêt de titres pendant la durée de l'OPE

- 2- **Relative Value Trading** : Objectif : parier sur l'évolution des valorisations respectives de deux sociétés d'un même secteur (donc sans risque directionnel net sur le secteur) :
 - Achat Renault
 - Vente à découvert de Peugeot <- besoin prêt de titres pendant la durée de l'opération

- 3- **Arbitrage de fonds fermés** : Objectif : parier sur un retour au pair entre la NAV d'un fonds et la valeur ses actifs composants :
 - Achat de parts du fonds
 - Vente à découvert des titres dans lesquels le fonds est investi <- besoin prêt de titres pendant la durée de l'opération

- 4- **Arbitrage Statistique** : achat d'un panier et vente d'un panier d'autres actions afin de jouer sur les variations de corrélation / retour à la moyenne



Forward Trading

Objectif : Cotation d'un prix à terme à un client sans risque directionnel sur le titre:

- Achat à terme des titres au client
- Vente à découvert des titres au comptant investi <- besoin prêt de titres jusqu'à la date de l'achat à terme

Obligations convertibles

Objectif : Market-making de prix d'obligations convertibles sans exposition directionnelle sur le titre sous-jacent :

- Achat de l'obligation convertible (exposition négative à la baisse du titre)
- Vente à découvert de l'action sous-jacente <- besoin prêt de titres pendant la durée de détention de l'obligation convertible

Options

Objectif : Market-making de prix d'options sur actions sans exposition directionnelle sur les titres

(« Delta neutre ») :

- Achat d'un call (risque de perte si le titre baisse)
- Vente à découvert du titre au comptant investi <- besoin prêt de titres pendant la vie de l'option

Index Arbitrage

Objectif : encaisser la différence entre la valeur d'un indice au comptant et sa valeur sur le marché à terme, nette des coûts de portage :

- Achat du contrat à terme (Future CAC)-Vente à découvert des composants du CAC au comptant <- besoin prêt de titres sur les 40 valeurs du CAC pendant la durée de l'arbitrage



Portfolio Trading

Objectif : Garantir à un client le prix de vente de son panier de titres sans en connaître la composition exacte (procédure d'appel d'offre)

- si gain de l'appel d'offre, vente à découvert des composants d'un panier théorique de sensibilité équivalente <- besoin prêt de titres jusqu'au rachat dans le marché des titres du panier réel.

Ventes Corporates

Objectif : Cotation de structures permettant au salariés d'un client un investissement avec effet de levier lors d'une augmentation de capital réservée au personnel, sans risque directionnel sur le titre sous-jacent

- Vente d'une option de vente au client à travers la structure, pour plusieurs % du capital (exposition négative à la baisse du titre)
- Vente à découvert du titre à hauteur de l'exposition <- besoin prêt de titres pendant la durée de l'opération (généralement 2 ou 5 ans)

Ventes Institutionnels

Objectif : Cotation de structures variées impliquant soit des options, soit des ventes à terme

- Couverture des risques à la baisse des titres par leur vente à découvert <- besoin prêt de titres pendant la durée de l'opération (de quelques mois à plusieurs années)