

# Haro sur les ventes à découvert ?

10 mai 2021

**1 – Short selling** - Ce que l'on appelle communément la vente à découvert ou short selling est, globalement, le fait de vendre aujourd'hui des titres que l'on ne détient pas et que l'on s'engage à livrer plus tard. Le « short selling » relève des « positions courtes », dont il existe deux types : les ventes à nu, c'est-à-dire sans garantie de livraison, et les ventes couvertes, c'est-à-dire assorties d'une garantie de livraison. Dans ce second cas, le vendeur prend soin en général d'emprunter les titres, mais utilise parfois d'autres moyens, qui lui assurent de détenir les titres le jour venu.

Les positions courtes peuvent s'avérer dangereuses pour le marché et pour les investisseurs. En s'affichant à la baisse, elles peuvent contribuer à nourrir une défiance à l'égard du titre concerné, ce dont se servent parfois des fonds activistes. Il peut également arriver qu'elles suscitent des tentatives de manipulation de cours. Aussi, les vendeurs à découvert sont de plus en plus souvent stigmatisés. C'est ce qui a donné lieu à une sorte de révolte de petits investisseurs dans l'affaire GameSpot aux Etats-Unis, qui se sont coordonnés pour pousser le cours à la hausse et faire mordre la poussière aux short sellers positionnés à la baisse.

**2 – Interdire ou encadrer ?** - La question se pose régulièrement de savoir s'il faut interdire les ventes à découvert ou les encadrer. L'AMF s'est prononcé prudemment en faveur d'une extension de l'obligation de déclaration des positions courtes à la détention d'instruments de dette, s'agissant d'obligations ou de swaps de défaut (CDS) détenus concomitamment par l'investisseur, ce qui suppose l'intervention du législateur européen. Cette autorité a également invité les gérants de fonds, qui trouvent une source de revenus non négligeable dans le prêt de titres, à les rapatrier avant les assemblées pour exercer eux-mêmes les droits de vote (communiqué AMF du 17 mars 2021).

La France a pris position dès la loi de régulation bancaire et financière de 2010 et le législateur européen est intervenu peu de temps après en édictant un règlement européen en 2012. Tous les deux procèdent de la même manière, en interdisant en principe les ventes à nu et en soumettant les autres, les ventes « couvertes », à un régime de transparence.

**3 – Interdiction des ventes à nu** - Le Code monétaire et financier interdit les ventes à nu de tous les instruments financiers admis sur un marché réglementé, ce qui s'étend aux dérivés qui permettent de réaliser financièrement la même opération, par exemple par l'achat d'une option de vente, mais il existe des exceptions.

**4 – Transparence des ventes couvertes** - Au-delà, les ventes couvertes par un prêt-emprunt de titres ou tout autre mécanisme assurant le vendeur de disposer des titres au jour de leur livraison sont permises sans restriction mais sont astreintes à un régime de transparence. Pour les actions cotées sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, trois obligations d'information se cumulent : à partir de 0,2%, une information obligatoire de l'autorité nationale de régulation, à partir de 0,5% une information obligatoire du public, enfin une information complémentaire par tranche de 0,1% supplémentaire.

**5 – Mesures exceptionnelles** - Enfin, la réglementation accorde aux autorités nationales (l'AMF pour la France) de régulation et à l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) le pouvoir de prendre des mesures exceptionnelles en cas de nécessité, soit des mesures de transparence renforcées, soit des conditions plus draconiennes, voire l'interdiction de la vente à découvert. C'est ce qui s'est passé l'année dernière, où l'AMF les a interdites du 18 mars au 18 mai 2020 en raison de l'état d'urgence sanitaire.

**6 – Sanction** - La violation de ces règles constitue une faute disciplinaire d'atteinte à la sécurité de marché, qui peut être poursuivie devant l'autorité de régulation, mais elle constitue également une faute civile selon la jurisprudence française, qui permet aux investisseurs qui s'estiment victimes de solliciter des dommages et intérêts.

## Contacts

### Gilles Kolifrath

Avocat Associé, KPMG Avocats  
Legal - Financial Services  
T : +33 1 55 68 51 16  
P : +33 6 75 18 84 12  
[gkolifrath@kpmgavocats.fr](mailto:gkolifrath@kpmgavocats.fr)

### Vincent Maurel

Avocat Associé KPMG Avocats  
Legal-Financial Services  
T : +33 1 55 68 50 83  
P : +33 6 76 48 81 86  
[vmaurel@kpmgavocats.fr](mailto:vmaurel@kpmgavocats.fr)

### Jean-Jacques Daigre

Of Counsel KPMG Avocats  
Conseil scientifique  
T : +33 1 55 68 49 02  
[jdaigre@kpmgavocats.fr](mailto:jdaigre@kpmgavocats.fr)

© Les informations contenues dans ce document sont d'ordre général et ne sont pas destinées à traiter les particularités d'une personne ou d'une entité. Bien que nous fassions tout notre possible pour fournir des informations exactes et appropriées, nous ne pouvons garantir que ces informations seront toujours exactes à une date ultérieure. De fait elles ne peuvent ni ne doivent servir de support à des décisions sans validation par les professionnels ad hoc. KPMG Avocats est une société d'avocats de droit français, membre de l'organisation mondiale KPMG constituée de cabinets indépendants adhérents de KPMG International Limited, une société de droit anglais (« private company limited by guarantee »). Aucun cabinet membre n'a le droit d'engager KPMG International ou les autres cabinets membres vis-à-vis des tiers. KPMG International n'a le droit d'engager aucun cabinet membre.

© 2021 KPMG Avocats, société d'avocats de droit français, de l'organisation mondiale KPMG constituée de cabinets indépendants adhérents de KPMG International Limited, une société de droit anglais (« private company limited by guarantee »). Tous droits réservés. Le nom KPMG et le logo ainsi que le nom KPMG Avocats sont des marques utilisées sous licence par les cabinets indépendants membres de l'organisation mondiale KPMG.