

market

FINANCE
GESTION ALTERNATIVE :
TOUS COUPABLES ?

INVESTIR

2015 SELON
LES STRATÉGISTES
DE GENÈVE

INDEX

MÉDIAS ROMANDS :
LES ACTEURS
D'INFLUENCE

INVITÉ

MICHEL DE
YOUGOSLAVIE

PHILANTHROPIE(S)

LA MAISON
DE SAVOIE :
UNE CULTURE
DU DON

CULTURE(S)

PETITE
PHILOSOPHIE DE
L'ODORAT

MARCHÉ DE L'ART

LA RUÉE SUR L'ART
CONTEMPORAIN



DOSSIER SPÉCIAL MÉDIAS

*L'AVENIR
RADIEUX
DE LA PRESSE
ÉCRITE*

8 CHF



LA VENTE À DÉCOUVERT : SPÉCULATION OU GESTION DES RISQUES ?



CÉDRIC KOHLER, responsable advisory, Fundana

PLUS DE CENT MILLIARDS DE DOLLARS RÉPARTIS SUR QUELQUE MILLE SOCIÉTÉS : C'EST L'ESTIMATION DES PERTES DUES AUX VENTES À DÉCOUVERT SELON ROBERT SHAPIRO, L'ANCIEN SOUS-SECRÉTAIRE AMÉRICAIN DU COMMERCE POUR LES AFFAIRES ÉCONOMIQUES. COUPABLES DÉSIGNÉS : LES HEDGE FUNDS ! LE SUJET REVIENT AUJOURD'HUI AU CŒUR DE L'ACTUALITÉ DANS LE CADRE DE NOUVELLES PROPOSITIONS DE RÈGLEMENTATIONS ÉMANANT DES ACCORDS DE BÂLE III. CELLES-CI CIBLENT PARTICULIÈREMENT LA VENTE À DÉCOUVERT DONT ELLES MULTIPLIERAIENT LE COÛT PAR 4 OU 5 ! SI SES ADVERSAIRES LA CONSIDÈRENT COMME UN

INSTRUMENT DE PURE SPÉCULATION, SES UTILISATEURS ESTIMENT AU CONTRAIRE QU'IL S'AGIT D'UN OUTIL INDISPENSABLE DANS LA GESTION DES RISQUES.

Le concept de la vente à découvert est simple : on vend un bien ou un actif que l'on ne possède pas encore avec pour objectif de l'acheter ou de le fabriquer ultérieurement. La transaction générera un bénéfice si le prix d'achat de l'actif ou le coût de fabrication du bien est inférieur au prix auquel on l'a déjà vendu. Un fermier vend ainsi parfois sa récolte avant de l'avoir ramassée et une caisse de pension promet une rente ou un service avant d'avoir accumulé les fonds nécessaires.

En finance, l'application est similaire : un investisseur peut vendre à terme des bahts thaïlandais contre des francs suisses, soit pour protéger une exposition en actions de ce pays (si le cours du baht baisse, ses actions vaudront moins mais la baisse sera en partie compensée par ses gains sur le marché des changes), soit pour spéculer sur la dépréciation du baht.

LA MAUVAISE RÉPUTATION

Depuis quatre cents ans, la vente à découvert a mauvaise réputation et elle a fait l'objet de nombreuses interdictions. En juillet 2008, par exemple, suite à la faillite de Bear Stearns, Christoph Cox, alors président de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), déclarait vouloir arrêter « les manipulations illégales des ventes à découvert à nu qui menacent la stabilité des institutions financières ». De fait, la SEC a interdit les ventes à découvert sur les institutions financières pendant trois semaines. Pourtant, beaucoup doutent de l'efficacité de telles mesures. Ainsi les professeurs Battalio,

Mehran et Schultz¹ ont démontré que ces interdictions n'avaient non seulement pas réussi à freiner la baisse de ces titres (-30% de la mi-septembre au début octobre 2008) mais que leur coût s'élevait à plus de 500 millions de dollars. Ces conclusions sont identiques à celles observées au niveau mondial par les professeurs Beber et Pagano².

La peur générée par la vente à découvert résulte de l'idée que des ventes massives pourraient pousser les cours à la baisse et conduire des entreprises ou des pays à la faillite. C'est oublier, qu'à un moment ou à un autre, le gérant doit racheter ces titres et que, par symétrie, ces achats devraient faire remonter les cours. Car celui qui se risque à pousser un titre en dessous de sa valeur fondamentale peut s'en mordre les doigts. Il suffit de se rappeler Volkswagen dont le titre, en octobre 2008, s'était apprécié de 400% en deux jours suite à une annonce selon laquelle Porsche ne détenait pas 43% mais 74% de la société! Les pertes pour les hedge funds ont été estimées à 20 milliards de dollars. Un gérant en actions long/short fonctionne un peu comme un critique du marché. Il traque les bulles spéculatives en fin d'expansion, les modes excessives des consommateurs, l'obsolescence des technologies mais aussi les manipulations comptables agressives, voire frauduleuses. Spécialiste de la vente à découvert, l'Américain Jim Chanos a été ainsi l'un des premiers à tirer la sonnette d'alarme pour dénoncer les manigances de sociétés telles que Enron, Tyco ou Worldcom.

En accusant la vente à découvert de tous les maux, on confond la cause et la conséquence et on oublie que les entreprises ou les pays en faillite sont souvent mal gérés, trop endettés ou dotés d'un modèle d'affaires défaillant. La moitié des avoirs de Lehman Brothers, soit 320 milliards de dollars, étaient évalués sur la base de modèles, le rapport entre actifs et fonds propres se montait à 31/1 en février 2007 (celui d'un gérant action long/short se situe typiquement entre 1 et 2), et son CEO Richard Fuld avait touché 480 millions de dollars en huit ans! Idem pour la Grèce : Kenneth

UN GÉRANT EN ACTIONS LONG/SHORT FONCTIONNE UN PEU COMME UN CRITIQUE DU MARCHÉ. IL TRAQUE LES BULLES SPÉCULATIVES EN FIN D'EXPANSION, LES MODES EXCESSIVES DES CONSOMMATEURS, L'OBSOLESCENCE DES TECHNOLOGIES MAIS AUSSI LES MANIPULATIONS COMPTABLES AGRESSIVES, VOIRE FRAUDULEUSES

Rogoff et Carmen Reinhard de l'Université d'Harvard ont montré que ce pays avait déjà fait défaut cinq fois avant 2012 et que, depuis 1800, il avait passé 50% de son temps en défaut ou en restructuration³. Par ailleurs, selon un rapport d'Open Europe, un groupe de recherche macro-économique londonien, la dette grecque était principalement détenue par des institutions publiques (36%) et des banques (33%). Les plus gros vendeurs n'ont donc pas été les hedge funds mais les banques qui devaient réduire leur exposition aux obligations de faible qualité.

UNE TECHNIQUE DE GESTION INDISPENSABLE

Enfin, il est essentiel de comprendre que la gestion du risque est très différente avec la vente à découvert. Si vous investissez à la hausse (*long*), la perte maximale est la valeur du titre. À l'extrême, si le titre baisse, la gestion du risque peut se faire passivement car la position se réduit d'elle-même. En revanche, les pertes sur une vente à découvert (*short*) sont illimitées car le titre peut s'apprécier indéfiniment. Malgré ces difficultés, la vente à découvert reste un outil indispensable de la gestion des risques. Pour Alfred Jones, le fondateur des hedge funds, le but est de créer un portefeuille dont la principale source de rendement est la sélection des titres et non le sens des marchés. En période de hausse, une bonne sélection permet d'avoir des positions qui performant davantage que le marché du côté long et des titres qui s'apprécient moins du côté short, et inversement durant les baisses. Les ventes à découvert permettent ainsi de réduire les pertes. Il n'est donc pas surprenant qu'en 34 ans, Alfred Jones n'ait connu que trois années négatives contre neuf pour le S&P 500. «J'utilise des instruments spéculatifs à des fins conservatrices», aimait-il à dire. \

1) Robert Battalio, Hamid Mehran, Paul Schultz, « Market Declines : what is accomplished by banning short-selling », Current Issues of the Federal Reserve Bank of New York, Vo. 18, numéro 5, 2012.

2) Alessandro Beber et Marco Pagano, « Short Selling Bans Around The World : evidence from the 2007-2009 crisis », Journal of Finance, Volume LXVIII, No 1, février 2013.

3) Rogoff Kenneth, Reinhart Carmen, « This Time is Different : a panoramic view of eight centuries of financial crises », Annals of Economics & Finance 15, n°2, 2014.