

# L'interdiction des ventes à découvert et des positions courtes nettes dans le contexte de la pandémie de Covid-19

Par Pascal Bine, avocat associé, François Barrière, avocat, French counsel et professeur à l'Université Lumière Lyon 2, et Natalia Rotaru, avocat – Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP

## 1. Introduction

La question de la raison d'être de la vente à découvert revient sur le devant de la scène à l'occasion de chaque crise financière majeure. Tel a notamment été le cas lors des crises financières survenues en septembre 2008 et août 2011 : la vente à découvert a alors fait l'objet de nombreuses restrictions dans plusieurs pays à travers le monde, y compris en France.

La crise sanitaire provoquée par la pandémie de coronavirus (Covid-19) a engendré une crise économique aux répercussions mondiales. Selon l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), les événements défavorables liés à la propagation du Covid-19 représentent une menace sérieuse pour la confiance des marchés<sup>1</sup>. Ce risque est accentué par la pression politique exercée sur certaines sociétés cotées pour renoncer au versement de dividendes, ou par la dégradation de la notation de crédit des sociétés dont le bilan a souffert sous l'effet de cette crise.

Dans une tentative de préserver l'intégrité des marchés financiers et d'endiguer la tendance baissière des cours, l'AMF a pris la décision d'interdire du 18 mars au 16 avril 2020<sup>2</sup> les ventes à découvert et, plus généralement, les prises ou accroissements de positions courtes nettes. Le 15 avril 2020, l'AMF a annoncé sa décision de reconduire l'interdiction des positions courtes nettes<sup>3</sup> jusqu'au 18 mai 2020.

## 2. Définition et raisons d'être de la vente à découvert

### A. Définition

La vente à découvert est une opération consistant à vendre un titre que l'on ne détient pas dans l'espoir de l'acheter d'ici le débouclage de la vente à un prix inférieur et dégager ainsi une plus-value<sup>4</sup>. Le vendeur est alors exposé à un risque de gain ou de perte selon que, respectivement, le cours du titre vendu baisse ou monte après la conclusion de la vente. Il est également possible de tirer profit de la baisse d'un cours par le biais des opérations sur instruments financiers dérivés ayant pour sous-jacent un titre dont la baisse est anticipée, par exemple l'acquisition d'une option de vente. Définie d'une manière particulièrement synthétique, la vente à découvert est donc un pari sur la baisse du cours d'un titre.

La vente à découvert désigne plusieurs hypothèses. Dans un premier cas, au moment de la conclusion de la transaction, le vendeur procède en parallèle à un emprunt de titres dont il devient propriétaire, puisqu'en droit français l'emprunt de titres emporte transfert de propriété. Dans une deuxième hypothèse, le vendeur ne procède pas à un emprunt de titres mais souscrit néanmoins un engagement lui permettant d'obtenir les titres au moment de la livraison, par exemple parce qu'il dispose d'un accord-cadre avec un prêteur structurel de titres. Dans une troisième hypothèse, la vente de titres n'est couverte, au moment de sa conclusion, ni par un emprunt de titres, ni par aucun

autre engagement permettant au vendeur d'obtenir les titres au moment de la livraison – la vente est « à nu » (« uncovered or naked short selling »)<sup>5</sup>.

En pratique, la vente à découvert désigne toute prise de position économique à la baisse sur un titre déterminé, dite prise de position courte. Alors qu'une prise de position courte génère un gain en cas de baisse du titre, une position longue confère un avantage financier en cas de hausse du cours.

## **B. Analyse du point de vue du droit civil**

D'un point de vue du droit civil, la vente à découvert renvoie à deux concepts relativement proches, à savoir, la vente de la chose d'autrui et la vente de chose future. Dans les deux hypothèses, le vendeur cède une chose dont il n'est pas propriétaire au moment de la conclusion de la vente.

La vente de la chose d'autrui vise l'hypothèse où une personne accepte de vendre à une autre une chose qu'elle compte acquérir ultérieurement et qui, au moment de la conclusion de la vente, est la propriété d'un tiers. La vente de la chose d'autrui est en principe interdite par l'article 1599 du Code civil. Cette interdiction ne vise cependant que l'hypothèse où le transfert de propriété de la chose vendue intervient concomitamment à la conclusion de la vente.

Dans l'hypothèse où le vendeur et l'acheteur s'accordent pour que la propriété de la chose soit transférée à une date postérieure à celle de la conclusion de la vente, « la chose d'autrui est considérée par les parties au contrat comme une chose future »<sup>6</sup> et la vente échappe ainsi à la nullité<sup>7</sup>. La vente de la chose future est valable si le vendeur est titulaire de la chose vendue au moment du transfert de propriété au profit de l'acheteur. La validité des contrats ayant pour objet une chose ou une prestation future est expressément admise par l'article 1163 du Code civil.

Ainsi, la vente à découvert correspondrait à une vente de chose future, dès lors que le transfert de propriété des titres financiers vendus à découvert n'intervient pas au moment de la conclusion de la vente entre les parties, mais à la date de règlement-livraison<sup>8</sup>.

## **C. Raisons d'être**

L'intérêt des ventes à découvert pour le marché et plus généralement pour l'intérêt général est vivement débattu. Si certains en sont partisans, d'autres contestent ses bienfaits ou font remarquer que ses dangers sont supérieurs à ses risques.

Selon le Conseil européen, la vente à découvert permet de « garantir le bon fonctionnement des marchés financiers, en particulier pour assurer la liquidité du marché et contribuer à l'efficacité du processus de formation des prix »<sup>9</sup>.

S'agissant de la liquidité d'un marché, il a pu être souligné que l'utilité de la vente à découvert se vérifie notamment dans le cadre d'un marché haussier, caractérisé par un nombre réduit de vendeurs et de transactions, et par une difficulté de trouver des actions sur le marché<sup>10</sup>.

La vente à découvert serait également « un outil de démocratie financière »<sup>11</sup> dès lors qu'elle participe au processus d'ajustement des prix en corrigeant les survalorisations – en prenant une position économique à la baisse du titre, les vendeurs envoient au marché le signal que le titre, étant survalorisé, va baisser.

Le recours au mécanisme de la vente à découvert pourrait également s'avérer utile pour faciliter le placement des émissions d'obligations convertibles, pour permettre le montage des opérations d'épargne salariale à effet de levier ou encore pour fabriquer des produits structurés qui sont distribués par l'industrie de l'asset management<sup>12</sup>.

Malgré ces avantages et utilités, la vente à découvert présente également de nombreux dangers<sup>13</sup>. En cas de krach boursier ou de situation de panique du marché, elle pourrait déboucher sur une spirale baissière avec un « caractère auto-vérificatif où chaque vente est elle-même accélératrice et amplificatrice de la baisse »<sup>14</sup>. La vente à découvert contribuerait ainsi à une aggravation de la tendance baissière et du risque systémique.

Les prises de positions courtes pourraient également contribuer à la création d'une situation de défiance à l'égard d'un émetteur. Lorsque les vendeurs prennent une position économique à la baisse du titre, les créanciers et les autres partenaires de l'émetteur seraient alertés du fait que la situation de ce dernier pourrait être plus fragile qu'il ne ressort des informations normalement communiquées au marché. Plus généralement, l'intérêt de telles ventes au motif qu'elles permettent de justifier de la liquidité sur des marchés cotés censés déjà être liquides n'est pas évidente.

Ces dangers se révèlent plus particulièrement en période de crise financière, raison pour laquelle l'AMF a été amenée, à plusieurs reprises, à imposer des restrictions temporaires sur les ventes à découvert dans une tentative de préservation du bon fonctionnement du marché.

### **3. Historique des précédentes restrictions de la vente à découvert**

Dans le contexte de la crise financière déclenchée en septembre 2008, les régulateurs financiers ont estimé que la vente à découvert était un catalyseur de l'effondrement des cours de bourse en déclenchant une spirale baissière et une perte de confiance dans le système financier. Suivant l'exemple de la Securities and Exchange Commission américaine et la Financial Services Authority britannique, l'AMF avait pris des mesures strictes encadrant la vente à découvert.

C'est ainsi que, le 19 septembre 2008, le Collège de l'AMF a décidé de proscrire les « ventes non sécurisées » portant sur une liste définie de valeurs financières négociées sur les marchés réglementés français<sup>15</sup>, c'est-à-dire les ventes pour lesquelles les investisseurs ne disposaient pas, dans les livres de leurs intermédiaires financiers, d'une couverture à 100% des titres vendus. Le Collège de l'AMF avait par ailleurs imposé aux investisseurs une obligation de transparence des positions courtes et avait décidé d'interdire la constitution d'une position vendeuse nette par l'intermédiaire des instruments financiers à terme. Ces mesures avaient fait l'objet d'une prolongation les 24 juillet 2009<sup>16</sup> et 27 janvier 2010<sup>17</sup>. Elles n'ont été levées qu'en février 2011, date d'entrée en vigueur de la loi du 22 octobre 2010<sup>18</sup> venant encadrer de manière plus rigoureuse les ventes à découvert.

Le 11 août 2011, l'AMF interdisait toute prise de position courte nette ou tout accroissement d'une telle position<sup>19</sup> sur des titres de capital d'une liste d'émetteurs composée principalement de banques et de sociétés d'assurance (April Group, Axa, BNP Paribas, CIC, CNP Assurances, Crédit Agricole, Euler Hermès, Natixis, Scor, Société Générale). Selon le président de l'AMF, ces mesures devaient permettre de « faire face dans différents pays européens à des rumeurs qui ne sont pas fondées et qui entravent le bon fonctionnement des marchés »<sup>20</sup>, certaines sociétés françaises ont

été la cible de rumeurs alarmistes ayant entraîné une chute du cours de plus de 10%. Cette interdiction initialement prononcée pour une durée de 15 jours, n'a été levée qu'en février 2012<sup>21</sup>.

#### **4. La réglementation de la vente à découvert**

Les différentes crises n'ont fait qu'accentuer le besoin de poser un nouveau cadre réglementaire aux ventes à découvert. Le législateur français est intervenu via la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (la « Loi Bancaire et Financière »), ce dispositif étant complété par des dispositions du règlement général de l'AMF. Le Règlement européen n° 236/2012 du 12 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (le « Règlement sur la Vente à Découvert ») est venu confirmer et compléter le dispositif français issu de la Loi Bancaire et Financière.

Les réglementations française et européenne de la vente à découvert s'articulent autour de plusieurs axes :

Instauration d'un régime de transparence des positions vendeuses<sup>22</sup>

Tout investisseur dont la position courte nette franchit à la hausse ou à la baisse le seuil de 0,2 %, et chaque palier de 0,1% au-delà de ce seuil, du capital d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé français, et dès lors que le marché principal de l'action considérée est situé en France, doit déclarer cette position à l'AMF dans un délai d'un jour de négociation. Dès lors que la position courte nette déclarée franchit à la hausse ou à la baisse le seuil de 0,5% du capital et tous les seuils de 0,1% supplémentaires, l'AMF rend publique cette information.

Principe d'interdiction des ventes à nu<sup>23</sup>

Si les réglementations française et européenne n'interdisent pas la vente à découvert, elles la limitent aux hypothèses où le vendeur a procédé à un emprunt préalable des titres vendus à découvert ou « a pris les mesures nécessaires auprès d'une tierce partie afin de disposer d'assurances raisonnables sur sa capacité à livrer ces instruments financiers, au plus tard à la date prévue pour la livraison consécutive à la négociation »<sup>24</sup>. La vente à nu, c'est-à-dire la vente de titres qui n'est couverte, au moment de sa conclusion, ni par un emprunt de titres, ni par aucun autre engagement permettant au vendeur d'obtenir les titres au moment de la livraison, est ainsi interdite. Cette interdiction est due au fait que la vente à découvert pourrait être utilisée pour envoyer de faux signaux au marché sur le niveau réel de l'offre en perturbant son fonctionnement. La vente à nu est en effet le plus souvent une modalité permettant de commettre des abus de marché, par la manipulation de cours qui peut en particulier en résulter.

Pouvoirs d'intervention de l'AMF en cas d'urgence<sup>25</sup>

La Loi Bancaire et Financière et le Règlement sur la Vente à Découvert octroient à l'AMF et à l'Autorité européenne des marchés financiers (l'« AEMF ») un pouvoir d'intervention directe en cas de circonstances exceptionnelles perturbant le fonctionnement régulier d'un marché. En vertu de ce pouvoir d'intervention exceptionnel, l'AMF peut imposer des restrictions des ventes à découvert sur tout instrument financier ou davantage de transparence sur ces opérations.

Conformément à l'article L. 421-16, II du Code monétaire et financier, qui renvoie expressément aux dispositions du Règlement sur la Vente à Découvert, la décision doit être prise par le président de l'AMF ou le représentant qu'il désigne pour une durée n'excédant pas vingt jours. Cette décision peut être prorogée et ses modalités peuvent être adaptées par le collège de l'AMF pour une durée n'excédant pas trois mois à compter de la décision du président. Le collège de l'AMF peut renouveler les mesures d'urgence pour des périodes supplémentaires n'excédant pas trois mois.

Ces mesures, qui ne peuvent être que temporaires, doivent être nécessaires pour parer à la menace et ne pas avoir, sur l'efficacité des marchés financiers, un effet préjudiciable qui soit disproportionné par rapport aux avantages escomptés<sup>26</sup>.

C'est sur le fondement de ces dispositions que l'AMF a adopté des mesures d'interdiction des ventes à découvert dans le contexte de la pandémie du Covid-19.

## **5. Interdiction des ventes à découvert dans le contexte du Covid-19**

### **A. Chronologie et reconduction de l'interdiction**

Le 16 mars 2020, tenant compte des baisses de cours significatives survenues sur les marchés réglementés français, le président de l'AMF a interdit<sup>27</sup> toute activité de vente à découvert<sup>28</sup> sur 92 valeurs échangées sur des plateformes de négociation en France<sup>29</sup> pendant toute la séance boursière du 17 mars 2020<sup>30</sup>.

Le 17 mars 2020, le président de l'AMF a adopté une nouvelle décision<sup>31</sup> interdisant, pour une période de vingt jours, toute nouvelle création de position courte nette et toute augmentation d'une position existante sur les titres négociés sur une plateforme de négociation établie en France et pour laquelle l'AMF est l'autorité compétente<sup>32</sup>.

Le même jour, le collège de l'AMF a décidé de prolonger cette période pour dix jours supplémentaires, du 7 avril 2020 au 16 avril 2020, la durée d'interdiction s'élevait alors à 30 jours au total<sup>33</sup>. Conformément aux dispositions du Règlement sur la Vente à Découvert<sup>34</sup>, l'AEMF a émis un avis positif concernant l'interdiction de la vente à découvert décidée par l'AMF<sup>35</sup>.

Compte tenu des circonstances liées à la propagation du Covid-19 qui continuent de représenter une menace sérieuse pour la confiance des marchés, le collège de l'AMF a annoncé le 15 avril 2020<sup>36</sup> sa décision de reconduire l'interdiction précitée, du 17 avril 2020 à 00h00 au 18 mai 2020 à 23h59<sup>37</sup>.

Cette décision de l'AMF a donné lieu à un nouvel avis positif de l'AEMF en date du 15 avril 2020<sup>38</sup>. L'AEMF a notamment estimé que les pertes importantes observées, l'incertitude quant à la propagation de la pandémie de Covid-19 et l'éventuelle volatilité supplémentaire qui pourrait en résulter, ainsi que la tendance baissière des prix constituent des risques pour la confiance des marchés. Elle a considéré également qu'une accumulation de positions courtes nettes, dans un environnement instable et en l'absence d'informations précises et fiables pour soutenir le mécanisme de formation des prix, pourrait alimenter une spirale baissière des prix, affaiblissant la confiance du marché<sup>39</sup>.

Plusieurs régulateurs d'autres pays de l'Union européenne, notamment l'Autriche, la Belgique, l'Italie, la Grèce et l'Espagne ont adopté des interdictions similaires.

## **B. Champ d'application de l'interdiction**

### Interdictions

L'interdiction s'applique à toutes les opérations susceptibles de constituer ou d'accroître des positions courtes nettes<sup>40</sup> sur des actions<sup>41</sup> admises à la négociation sur une plateforme de négociation française, à savoir Euronext Paris, Euronext Growth Paris et Euronext Access Paris, pour lesquelles l'AMF est l'autorité compétente<sup>42</sup>, ainsi qu'à tous les instruments financiers pris en compte dans le calcul de ces positions courtes nettes (par exemple, options, swaps, contrats à terme (futures), CFD (contracts for difference), warrants, certificats)<sup>43</sup>.

L'interdiction s'applique aux transactions effectuées tant sur une plateforme de négociation qu'aux transactions effectuées de gré à gré, et s'applique à toute personne physique ou morale, établie ou résidant en France, dans l'Union européenne ou dans un pays tiers<sup>44</sup>.

Les positions relatives aux instruments financiers négociés sur le marché au comptant et les positions détenues par le biais de contrats financiers (produits dérivés) sont prises en compte pour déterminer la position nette. À titre d'illustration, toutes les positions résultant d'opérations sur des options, des swaps, des contrats à terme (futures), des contrats pour différence, des certificats ou des warrants couverts doivent être prises en compte dans les calculs. Les obligations convertibles, les droits de souscription et les dérivés sur indices sont également pris en compte dans le calcul de la position nette sur chaque action concernée par l'interdiction. Les positions intra journalières entrent dans le champ d'application de l'interdiction. Ne sont pas pris en compte dans ces calculs les éléments suivants : (i) les instruments à intérêt fixe ou les instruments qui fournissent une exposition à la solvabilité de tout émetteur d'actions (tels que les credit default swaps), (ii) les instruments financiers qui ont été empruntés dans le cadre d'une opération de prêt et (iii) les titres détenus dans le cadre d'un contrat d'assurance-vie.

### Dérogations

L'interdiction de la vente à découvert ne s'applique pas aux :

Instruments : instruments liés à des indices qui ne sont pas principalement composés d'actions concernées par l'interdiction ;

Activités : activités de tenue de marché par des teneurs de marché<sup>45</sup> ;

Transactions : (i) la création ou l'augmentation de positions courtes nettes (a) qui visent exclusivement à couvrir le risque découlant de la composante en actions d'obligations convertibles ou de droits de souscription acquis auparavant et portant sur de nouvelles actions ou (b) au moyen d'instruments financiers indiciels ou de paniers d'actions lorsque les actions visées par l'interdiction représentent moins de 50 % de la composition de l'indice ou du panier, et (ii) la couverture d'une position longue préexistante par une position courte préexistante tant que la position courte nette n'est pas augmentée.

## **C. Notifications**

Par une décision du 16 mars 2020 prise à la suite du déclenchement de la pandémie du Covid-19, l'AEMF a renforcé l'obligation de transparence relative aux opérations de vente à découvert, comme elle est autorisée à le faire en vertu du Règlement sur la Vente à Découvert. L'AEMF exige ainsi que tous les détenteurs de positions courtes nettes sur des actions négociées sur un marché réglementé de l'UE notifient aux régulateurs nationaux compétents si la position atteint ou dépasse 0,1 % du capital social.

## 6. Conclusion

Les mesures de restrictions des ventes à découvert prises par l'AMF dans le contexte de la pandémie du Covid-19 ont été accueillies avec certaines réserves par les professionnels du marché. Les effets réels de ces mesures sur le marché et leur aptitude à assurer son bon fonctionnement sont ne sont pas certains. Des études économiques menées à la suite des précédentes crises financières ont conclu que l'interdiction des ventes à découvert n'avait pas d'effet positif significatif sur le cours des émetteurs<sup>46 47</sup>, bien au contraire, selon certains, elle aurait été contre-productive en provoquant une surévaluation des certains instruments financiers et en dégradant la qualité de l'information relative à ces instruments<sup>48</sup>.

Malgré les incertitudes qui planent autour de ces mesures exceptionnelles, l'AMF a opté pour une approche prudente afin de prévenir le risque de voir une spirale baissière emporter le cours des valeurs financières. Il vaut mieux prévenir que guérir...

[1] Décision du président de l'AMF, en date 16 mars 2020 : [https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/20-03-16-decision-amf-article-23-fr\\_daj.pdf](https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/20-03-16-decision-amf-article-23-fr_daj.pdf)

[2] Décision du président de l'AMF, en date 16 mars 2020 : [https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/20-03-16-decision-amf-article-23-fr\\_daj.pdf](https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/20-03-16-decision-amf-article-23-fr_daj.pdf)

[3] Décision du collège de l'AMF, en date du 14 avril 2020 : <https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-04/decision-du-college-art-20-fr-renouvellement-clean.pdf>

[4] Règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, définit, en son article 2 (1) (b), la vente à découvert comme la vente d'une action ou d'un titre de créance « dont le vendeur n'est pas propriétaire au moment où il conclut l'accord de vente, y compris lorsqu'au moment où il conclut l'accord de vente, le vendeur a emprunté l'action ou le titre de créance ou accepté de l'emprunter pour le livrer au moment du règlement ».

[5] Pour plus de détails sur ces questions, v. Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert, AMF, 23 février 2009.

[6] Ch. Larroumet et S. Bros, Droit civil, t. III (Les obligations, le contrat), Economica, 2018, 9<sup>e</sup> éd., n° 389.

[7] E. Lamazerolles, Fasc. 250 : Vente Commerciale. – Formation, JurisClasseur Contrats – Distribution, Oct. 2008, paragraphe 86.

[8] Ph. Goutay, Les ventes à découvert : leur régime n'est plus une découverte, BJB, juill. 2009, n° 4 ; M. Galland, Rép. Soc. Dalloz, v° Marchés financiers : fonctionnement – Mécanismes de post-marché.

[9] Cons. UE, communiqué, 21 févr. 2012.

[10] J.-M. Naulot, Ventes à découvert : où en est l'Europe ?, JCP E, n° 27, 7 juill. 2011, 1525.

[11] F. Pelouze, Ventes à découvert : opportunité et changements législatifs, Bulletin Joly Bourse, sept. 2011, n°09, p. 516.

[12] J.-M. Naulot, art. préc.

[13] V. notamment l'analyse détaillée de L. Ruet, La vérité sur l'effondrement de la bourse, Mare et Martin, 2013.

[14] B. de Saint Mars, Les ventes à découvert : leur encadrement national et européen, BJB févr. 2011, n° 02, p. 128.

[15] AMF, communiqué, 19 sept. 2008, « Ventes à découvert : Interdiction des transactions non sécurisées et transparence des positions courtes sur titres du secteur financier ».

[16] AMF, communiqué, 24 juill. 2009.

[17] AMF, communiqué, 27 janv. 2010.

[18] Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière. V. infra.

[19] AMF, communiqué, 11 août 2011.

[20] Rumeurs: les banques contre-attaquent, Le Figaro, 12 août 2011, par AFP.

[21] AMF, communiqué, 13 févr. 2012.

[22] Articles 5 à 11 du Règlement sur la Vente à Découvert, articles L. 621-7 et L. 621-7-1 du Code monétaire et financier et article 223-37 du règlement général de l'AMF.

[23] Article 12 du Règlement sur la Vente à Découvert et article L. 211-17, I du Code monétaire et financier.

[24] Article L. 211-17-1, I, al. 2 du Code monétaire et financier : « il est interdit à un vendeur d'instruments financiers mentionnés au I de l'article L. 211-1 et admis à la négociation sur un marché réglementé, d'émettre un ordre de vente s'il ne dispose pas sur son compte des instruments financiers appelés à être cédés, ou s'il n'a pas pris les mesures nécessaires auprès d'une tierce partie afin de disposer d'assurances raisonnables sur sa capacité à livrer ces instruments financiers, au plus tard à la date prévue pour la livraison consécutive à la négociation ».

[25] Articles 18 à 31 du Règlement sur la Vente à Découvert.

[26] Article 20 du Règlement sur la Vente à Découvert et article L. 421-16 du Code monétaire et financier.

[27] Conformément à l'article L. 421-16 III du Code monétaire et financier et à l'article 23 du Règlement sur la Vente à Découvert.

[28] Cette interdiction s'appliquait à toutes les activités de vente à découvert mais ne s'appliquait pas aux positions courtes nettes.

[29] Euronext Paris (marché réglementé), Euronext Growth Paris or Euronext Access (systèmes multilatéraux de négociations), places de marché opérées par Euronext Paris.

[30] Décision du président de l'AMF, en date 16 mars 2020 : [https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/20-03-16-decision-amf-article-23-fr\\_daj.pdf](https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/20-03-16-decision-amf-article-23-fr_daj.pdf)

[31] Conformément à l'article L. 421-16 II du Code monétaire et financier et à l'article 20 Règlement sur la Vente à Découvert.

[32] Décision du président de l'AMF, en date du 17 mars 2020: <https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/decision-du-president-art-20-eng-publiee-le-18-au-matin.pdf>

[33] Décision du collège de l'AMF, en date du 17 mars 2020 : <https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/decision-du-president-art-20-fr-publiee-le-18-au-matin.pdf>

[34] Conformément à l'article 27 (2) du Règlement sur la Vente à Découvert, l'AEMF doit, dans les vingt-quatre heures suivant la notification faite par une autorité nationale compétente de la mise en œuvre d'une mesure d'urgence, émettre un avis indiquant, notamment, si (i) elle considère que la mesure est nécessaire pour faire face aux circonstances exceptionnelles, (ii) elle est adéquate et proportionnée compte tenu de la menace et (iii) la durée proposée pour cette mesure est justifiée.

[35] Avis de l'AEMF, en date du 18 mars 2020 : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9581\\_opinion\\_on\\_amf\\_emergency\\_measure\\_under\\_the\\_ssr\\_all\\_shares-tc.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9581_opinion_on_amf_emergency_measure_under_the_ssr_all_shares-tc.pdf)

[36] Conformément à l'article L. 421-16 II du Code monétaire et financier et aux articles 20 et 24 Règlement sur la Vente à Découvert.

[37] Décision du collège de l'AMF, en date du 14 avril 2020 : <https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-04/decision-du-college-art-20-fr-renouvellement-clean.pdf>

[38] Avis de l'AEMF, en date du 15 avril 2020 : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9854\\_opinion\\_on\\_amf\\_emergency\\_measure\\_under\\_the\\_ssr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9854_opinion_on_amf_emergency_measure_under_the_ssr.pdf)

[39] Avis AEMF précité, paragraphe 33 : « ESMA also considers that, since the decrease in net short positions is mainly linked to the application of the ban, should the latter be lifted, it is likely that such net short positions would increase again. ESMA agrees that such building up of net short positions in a volatile environment and in the potential absence of accurate and reliable information to support the price formation mechanism could exacerbate any downward price spirals, further weakening market confidence in France ».

[40] Conformément à l'article 3 du Règlement sur la Vente à Découvert, une position courte nette est défini comme « la position restante, après avoir déduit toute position longue détenue par une

personne physique ou morale en rapport avec le capital en actions émis de toute position courte détenue par ladite personne physique ou morale en rapport avec ce capital ».

[41] Une liste non exhaustive des titres concerné par l'interdiction est fournie sur le site web de l'AMF à titre purement informatif, [https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/20200320\\_listeactionsconcerneesbanamf\\_fr.pdf](https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-03/20200320_listeactionsconcerneesbanamf_fr.pdf)

[42] Au sens du Règlement sur la Vente à Découvert.

[43] F.A.Q. relative à l'interdiction, en date 16 avril 2020, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/interdiction-temporaire-des-positions-courtes-y-compris-ventes-decouvert-quelles-consequences-pour>

[44] Avis de l'AEMF, en date du 18 mars 2020, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9581\\_opinion\\_on\\_amf\\_emergency\\_measure\\_under\\_the\\_ssr\\_all\\_shares-tc.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9581_opinion_on_amf_emergency_measure_under_the_ssr_all_shares-tc.pdf)

[45] Conformément à l'article 2 (1) (k) du Règlement sur la Vente à Découvert les « activités de tenue de marché » sont définies comme : « les activités d'une entreprise d'investissement, d'un établissement de crédit, d'une entité d'un pays tiers ou d'une entreprise visée à l'article 2, paragraphe 1, point l), de la directive 2004/39/CE qui est membre d'une plate-forme de négociation ou d'un marché d'un pays tiers, lorsque le cadre juridique et de surveillance de ce pays a été déclaré équivalent par la Commission conformément à l'article 17, paragraphe 2, et que l'entité concernée procède en tant qu'agent principal à des transactions sur un instrument financier, que celui-ci soit négocié sur une plate-forme de négociation ou en dehors d'une telle plate-forme, de l'une des manières suivantes: i) en communiquant simultanément des cours acheteurs et vendeurs fermes et de taille comparable, à des prix concurrentiels, avec pour résultat d'apporter de la liquidité au marché sur une base régulière et continue; ii) dans le cadre de son activité habituelle, en exécutant des ordres initiés par des clients ou en réponse à des demandes d'achat ou de vente de leur part; iii) en couvrant les positions résultant de la réalisation des tâches visées aux points i) et ii). »

[46] E. Boehmer, C.M. Jones, X. Zhang : « Shackling Short Sellers : the 2008 Shorting Ban », L'interdiction de vente à découvert, une mesure inefficace : [https://www.snb.ch/n/mmr/reference/sem\\_2009\\_10\\_08\\_boehmer/source/sem\\_2009\\_08\\_10\\_boehmer.pdf](https://www.snb.ch/n/mmr/reference/sem_2009_10_08_boehmer/source/sem_2009_08_10_boehmer.pdf)

[47] Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert, AMF, 23 février 2009.

[48] Owen Lamont, « Short sale constraints and overpricing », Yale School of management : <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/61857/1/717972534.pdf>