

Les réservations et les suspensions de cotation sont-elles un frein à l'efficacité informationnelle des marchés ?

Par **Karine Michalon**,
maître de conférences
à l'Université
Paris-Dauphine

Selon plusieurs études, le volume et la volatilité suivant les suspensions du NYSE sont significativement plus importants dans la journée d'échanges suivant la halte.

Le lundi 19 octobre 1987, à Wall Street, en une seule journée, l'indice Dow Jones, en passant de 2 246 points à 1 738 a perdu 508 points. Il a reculé ainsi de 22,6 %, soit presque le double de ce qu'avait engendré la crise de 1929. Ce krach a insufflé la volonté de mettre en place des mécanismes d'interruptions de cotation capables de corriger l'incapacité apparente du marché à traiter des quantités importantes d'informations dans des délais très courts. Aujourd'hui, les réglementations de toutes les places boursières prévoient des procédures d'interruption de cotation. Selon le marché et la réglementation en vigueur, ces ruptures peuvent concerner l'ensemble des transactions ou uniquement un titre. Les mesures prises au niveau d'un seul titre sont incontestablement le type de réglementation le plus ancien et le plus universel. Elles peuvent prendre soit la forme de réservations, soit celle de suspensions. Les réservations ont lieu sur un titre quand son cours approche une certaine limite appelée seuil de réservation. Les suspensions sont exceptionnelles et concomitantes à des événements spéciaux surgissant dans la vie de la société émettrice.

Sur tous les marchés, le rôle annoncé de ces interruptions, est de garantir l'efficacité informationnelle des marchés. Il s'agit de permettre l'information des participants, de réduire la volatilité, de garantir la transparence et la liquidité des marchés. Mais le bien-fondé de ces mécanismes a très vite suscité la polémique. Les détracteurs des suspensions pensent que ce sont des barrières à l'échange. Lors de la réouverture, l'intérêt des investisseurs n'est pas forcément de révéler immédiatement l'information qu'ils détiennent, ce qui peut conduire à un bruitage temporaire des prix. Par ailleurs, l'accroissement de la couverture médiatique de l'interruption amène de nouveaux investisseurs et peut être un facteur d'éclatement de consensus, de dispersion accrue des anticipations et donc d'accroissement de la volatilité. Les bienfaits des réservations seraient de diminuer la volatilité en imposant un plancher et un plafond aux prix au sein d'une même séance et de fournir une période d'accalmie sur les marchés. Les désavantages des réservations seraient d'accroître la volatilité et le volume et de

perturber la liquidité. Un autre inconvénient serait d'induire un « effet gravitationnel ». Dès lors que les cours se rapprochent du seuil de déclenchement de la réservation, le mécanisme peut inciter les cours à atteindre plus rapidement la limite, étant donné que les opérateurs dénouent précipitamment leurs positions avant la fermeture du marché afin d'éliminer l'incertitude entourant la valeur de leurs actifs.

Mais qu'en est-il en pratique ? Les ruptures de cotation sont-elles efficaces ? Aucune étude empirique ne permet de l'affirmer. Citons quelques exemples. Kabir (1994)¹ montre, à la Bourse de Londres, qu'il n'a pas une dissémination de l'information à travers tous les investisseurs pendant les suspensions.

Les limites de prix n'améliorent pas l'asymétrie d'information et retardent l'arrivée d'information.

Selon Lee, Ready et Seguin (1994), le volume et la volatilité suivant les suspensions du NYSE sont significativement plus importants dans la journée d'échanges suivant la halte. Ces résultats sont confirmés par Corwin et Lipson (2000). L'efficacité des réservations n'est pas non plus prouvée. Chan, Kim et Rhee (2005) étudient les réservations à la bourse de Kuala Lumpur en Malaisie. Les auteurs montrent que les limites de prix n'améliorent pas l'asymétrie d'information et retardent l'arrivée d'information. Ils prouvent qu'un effet gravitationnel exacerbe le déséquilibre dans les ordres. Kim et Rhee (1997) montrent que les réservations à la Bourse de Tokyo ne sont pas efficaces pour contenir des effets de surréaction et diminuer la volatilité. De même plusieurs études menées sur les marchés taïwanais, turc et grec ne parviennent pas à établir que les limites de prix réduisent la volatilité. Certains montrent également une interférence dans les échanges.

Réservations et suspensions semblent donc être aujourd'hui, sur la plupart des places boursières, des freins à l'efficacité informationnelle des marchés. Les autorités réglementaires ont-elles intérêt à maintenir ces mécanismes ? ■

1. Les références citées peuvent être trouvées sur ssrn.com ou être demandées à l'auteur de l'article.