

Par Kaouther Jouaber

Centre de recherche sur la gestion (Cereg), université Paris-Dauphine

Les seuils de réservation protègent-ils les investisseurs ?

La loi qui régit la cotation en Bourse est celle de l'offre et de la demande. Toutefois, ce principe peut être transgressé par une réglementation soucieuse de protéger les petits porteurs dont l'accès à l'information est réputé limité.

En effet, dans certaines situations de marché, le prix résultant de la confrontation entre les ordres d'achat et les ordres de vente est réservé, c'est à dire non coté. Cependant, la question de l'efficacité d'une telle réglementation n'est pas tranchée.

Sur Euronext Paris, des règles encadrent la cotation des actions formant le groupe de cotation en continu à l'intérieur de zones de cours autorisés appelées seuils de réservation. Tout prix potentiel se situant au-delà de ces seuils précis n'est pas coté et, si l'ordre qui en est à l'origine est confirmé, le titre sera réservé pour une période totale de cinq minutes.

Trois types de seuils de réservation existent. D'abord, les seuils statiques fixent à $\pm 10\%$ l'écart maximal par rapport au cours de référence. A l'ouverture du marché, ce cours est le dernier coté la veille. Par la suite, le cours d'ouverture devient le cours de référence.

Il existe ensuite des seuils de réservation dynamiques qui interviennent tout au long de la journée et qui fixent à $\pm 2\%$ la variation maximale entre deux prix successifs.

Enfin, les réservations aux seuils statiques et dynamiques peuvent se succéder sans toutefois franchir les seuils journaliers de 21% à la hausse et de 19% à la baisse. Une réglementation similaire existe sur d'autres marchés boursiers. En revanche, elle prend une forme différente sur le NYSE, où il n'existe pas de seuils définis mais où l'appréciation de la nécessité ou pas d'une interruption de cotation est laissée au pouvoir discrétionnaire des spécialistes des valeurs.

L'objectif annoncé de cette réglementation est la réduction de la volatilité. En assurant quelques minutes de calme pendant les

périodes de turbulence, la réservation de cotation permet aux investisseurs de prendre le temps nécessaire pour se ressaisir et s'informer. Les écarts de prix sont limités et leur mouvement accompagné, aussi peut-on aisément concevoir que leur variabilité devrait s'en trouver réduite. L'objectif escompté de réduction de la volatilité pourrait ainsi être atteint par simple effet mécanique.

L'efficacité des règles de réservation de cotation a été étudiée pour de nombreux marchés boursiers. Un grand nombre de recherches académiques font le constat d'une baisse de la volatilité suite à une

Sachant qu'ils sont protégés, les investisseurs les plus habiles peuvent définir des stratégies profitables de placement des ordres.

réservation. Toutes cependant n'en tirent pas les mêmes conclusions. Une première interprétation consiste à attribuer la baisse de la volatilité observée à la survenance de la réservation et à y voir la preuve de son efficacité.

Le débat s'est définitivement déplacé quand les recherches ont porté sur la situation en vigueur avant que le cours n'atteigne le seuil. L'augmentation de la volatilité alors observée ne résulte-t-elle pas de l'anticipation de l'arrêt des cotations ?

Le caractère anticipatoire des seuils de réservation, définis selon des règles

explicites et connus a priori, est montré du doigt. Anticipant la réservation de cotation, les agents sur le marché se précipiteraient pour prendre position avant qu'elle n'ait lieu. L'augmentation de l'activité qui en résulte accélère alors l'approche du seuil et la survenance d'une réservation.

Les seuils de réservation, tel un aimant, attireraient donc les prix. A cela deux raisons. Premièrement, le risque d'illiquidité incite les agents à opérer leurs transactions tant que cela est encore possible.

Deuxièmement, les investisseurs qui font appel à l'analyse technique et suivent les tendances pour élaborer leurs stratégies accélèrent le déclenchement des seuils par leurs transactions. Dans les deux cas, les prix sont comme poussés vers les seuils qui deviennent alors auto-déclenchant. Ce serait l'effet magnétique des réservations de cotation.

De toute évidence le marché se doit de protéger et d'encadrer ses intervenants. Les règles de réservation de cotation vont dans ce sens. Toutefois, sachant qu'ils sont protégés, les investisseurs les plus habiles peuvent définir des stratégies profitables de placement des ordres à l'approche des seuils et autour des réservations de cotation. Il est vrai que les seuils dynamiques limitent l'impact d'un seul ordre sur le cours d'un titre, mais ils ne peuvent pas empêcher les profits, quand bien même échelonnés. Il est aussi vrai que certaines des réservations décidées sur Euronext ne le sont pas automatiquement, mais il y a tout de même de bien plus fortes chances de réserver un prix potentiel qui se situerait au-delà du seuil qu'un prix qui en soit loin. En définitive, supposés protéger les investisseurs, les seuils de réservations n'empêcheraient pas les plus informés d'en tirer parti. ■