

Ainsi fonctionne la Bourse suisse

Offre et demande déterminent le prix – à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange également. Cependant la formation du prix – à l'aide des règles de „conciliation“ – est tout sauf ordinaire.



M. Roberto Lopez, Head of Education, SIX Swiss Exchange

En fait, les fameuses règles de „matching“ devraient être connues de tout un chacun. Déjà, lorsque les bourses vont bien, seuls les pros des dérivés « sentent » ce qui se passe en arrière-plan. Alors plus le volume négocié est faible, plus l'investisseur en actions ou en obligations doit lui aussi posséder les règles du jeu. Car un volume de négoce moindre suscite davantage de mistrades, delayed opening et autres stop trading. En d'autres termes, les ordres au mieux peuvent éventuellement être conciliés à un prix peu avantageux. Au regard de la forte volatilité, on fixera donc avec soin les limites des ordres, quitte à les modifier ensuite si nécessaire. Par ailleurs, il arrive de plus en plus fréquemment que non seulement les transactions en produits dérivés mais aussi en actions et obligations soient invalidées.

Dans ces circonstances, à quoi faut-il veiller? SIX Swiss Exchange travaille sur trois systèmes différents. Les ordres portant sur les actions, les fonds et les emprunts suisses sont traités dans le modèle de marché Central Limit Order Book (CLOB). Les emprunts internationaux, les ETF, les ETSF et les instruments dérivés sont conciliés quant à eux dans le modèle de marché appelé Market Maker Book (MMB), les emprunts internationaux dotés d'une première valeur différente étant conciliés pour leur part dans le modèle de marché Market Maker Book - Fill or Kill (MMB-FoK). Quel que soit le modèle utilisé, le jour de négoce boursier est structuré en cinq périodes.

Préouverture: «random time» pour une meilleure transparence

Le jour débute par la pré-ouverture. Durant cette phase, il est possible d'introduire des ordres dans le système ou de les annuler. Mais la conciliation est alors purement théorique. Le dernier cours de pré-ouverture calculé devient, à l'ouverture de la bourse, le cours d'ouverture effectif. Cela correspond au prix permettant de réaliser le plus important volume de transactions (principe de la maximisation du volume des transactions). À l'ouverture il est prévu un délai de deux minutes (random time).

Pendant cette période, tous les ordres qui peuvent l'être sont conciliés au cours d'ouverture. Le random time a été introduit dans le but de rendre les manipulations de cours plus difficiles. Si, au moment de l'ouverture, tous les ordres au mieux ne peuvent être conciliés (excédent d'ordres au mieux), soit l'ouverture ne se fait pas (non opening), soit elle est retardée (delay opening) - par exemple s'il existe un écart trop important entre le cours théorique d'ouverture et le prix de référence du jour précédent.

Jour de négoce: 5 phases

La phase principale, la plus longue, est désignée sous le nom de «négoce permanent». Pour les actions elle dure de 9h00 à 17h30, pour la plupart des produits dérivés ainsi que les fonds, les ETF et les ETSF de 9h15 à 17h00 ou 17h15, et pour les emprunts (excepté les emprunts de la Confédération helvétique) de 9h30 à 17h00. Selon le modèle CLOB, un fixing a lieu à la clôture du négoce entre 17h20 et 17h30 pour toutes les actions et tous les fonds. Là aussi il est prévu un délai de deux minutes. Avec le MMB, c'est le dernier prix payé du jour de négoce qui tient lieu de cours de clôture et donc de prix de référence pour le prochain jour de négoce. Vient ensuite le négoce post-clôture qui fonctionne de la même façon que la pré-ouverture. La fin du jour de bourse marque le début de la pause technique, entre 22 heures et 6 heures.

Dans le modèle CLOB la formation des prix au cours du négoce permanent est uniquement fonction de l'offre et de la demande. Les ordres et les quotes sont triés par prix et par heure d'arrivée. Ils ne pourront déboucher sur une transaction que si le cours offert est plus élevé ou égal au cours demandé ou si un ou plusieurs ordres au mieux sont disponibles. Si l'ordre porte sur un titre peu négocié, il se peut que son exécution nécessite davantage de temps. Si le cours suivant potentiel s'écarte de plus d'un certain pourcentage du prix de référence, un stop trading survient. Selon la catégorie à laquelle le titre appartient, l'interruption du négoce dure 5 ou 15 minutes, ce qui prévient de trop fortes fluctuations de cours, vers le haut ou vers le bas. L'écart autorisé par rapport au prix de référence est fixé par SIX Swiss Exchange. Pendant un stop trading, les ordres et quotes présents dans le carnet d'ordres sont conciliés théoriquement et, comme pendant la période de pré-ouverture, un nouveau cours théorique d'ouverture est calculé en vue de la reprise du négoce. Toujours dans le modèle CLOB, le négoce se termine par le fixing de clôture. De même que pendant la période de pré-ouverture, plus aucune transaction n'est réalisée pendant le fixing de clôture. Tous les ordres introduits sont alors regroupés et le cours de clôture théorique calculé sur cette base. À nouveau, le cours de clôture officiel correspond au prix permettant de réaliser le plus important volume de transactions. Tous les ordres qui peuvent l'être sont conciliés au cours de clôture.

La principale différence entre les modèles CLOB et MMB est que dans ce dernier, pendant le négoce permanent, la fixation des prix est basée sur les quotes, ces dernières étant des prix

fixés par les „market makers“. Il s'agit souvent des émetteurs des titres concernés. Les market makers peuvent en effet fixer un prix face à celui fixé par des investisseurs pour un ordre, ce qui garantit la liquidité. Le prix fixé par le market maker est prioritaire s'il est arrivé le premier dans le carnet d'ordres. Si tel est le cas, il faut que la taille de la quote soit suffisante pour l'emporter sur l'ordre. S'il reste, du côté des ordres, des ordres limités dotés de meilleures limites que la quote, c'est alors la meilleure limite d'ordre qui détermine le cours. Exemple: un client introduit dans le carnet d'ordres un ordre d'achat de 1000 pièces au prix de 50. Le market maker passe à son tour un ordre de vente pour 10 000 pièces au prix de 45. La quote de vente prévaudra sur le prix. La conciliation se fera ainsi en faveur du client au prix de 45. Les règles de conciliation prévoyant la domination des quotes profitent donc aux petits investisseurs.

Priorité prix-temps et autres principes

Le négoce boursier est régi par des règles claires. La priorité prix-temps s'applique au négoce des actions. Avant conciliation, les ordres et les quotes se trouvant des deux côtés du carnet d'ordres sont classés selon leur ordre d'arrivée et selon leur prix par ordre décroissant allant du prix le plus élevé au prix le plus bas (priorité du prix).

En d'autres termes, dans le cas d'un achat, les ordres au mieux précèdent les ordres limités et les quotes (indications de prix et quotes allant du prix le plus élevé au prix le plus bas).

Dans le cas d'une vente, les ordres au mieux précèdent les ordres limités et les quotes (indications de prix et quotes allant du prix le plus bas au prix le plus élevé).

À l'intérieur du classement par les prix, les ordres et quotes sont classés d'après l'ordre chronologique de saisie en commençant par le premier saisi. On parle alors de priorité chronologique. Lorsqu'il existe des ordres ou des quotes à un cours déterminé, ce sont ceux présents depuis le plus longtemps dans le carnet d'ordres qui sont pris en compte les premiers. Autre principe, celui de la maximisation du volume des transactions. Le cours d'ouverture/de clôture établi est celui qui génère le volume de transactions le plus élevé et l'excédent d'ordres le plus faible possible. Que signifie conciliation selon la taille de l'ordre: qu'entre deux ordres ou quotes conciliables, c'est d'abord le plus petit des deux qui est exécuté en totalité.

L'ordre le plus important est ensuite exécuté partiellement et se réduit ainsi de la taille que l'ordre de la contrepartie a pu absorber.