

L'information boursière comme bien public

Enjeux et perspectives de la révision

de la directive européenne « Marchés d'instruments financiers »

Pierre-Cyrille Hautcoeur^a

Paul Lagneau-Ymonet^b

Angelo Riva^c

A paraître, *Revue d'économie financière*, septembre 2010

^a École des hautes études en sciences sociales, École d'économie de Paris, hautcoeur@pse.ens.fr

^b Université Paris-Dauphine, IRISSO, paul.lagneau-ymonet@dauphine.fr

^c European Business School, IDHE Paris-Ouest-La Défense, angeloriva@ebs-paris.com

Résumé

Depuis le déchaînement de la crise, l'organisation des transactions boursières n'a pas vraiment fait l'objet de velléités réformatrices. Pourtant, les opportunités spéculatives comme les risques encourus dépendent aussi de l'organisation des marchés sur lesquels on opère. La directive européenne Marché d'instruments financiers, en vigueur depuis 2007, témoigne d'une foi déraisonnable dans les vertus auto-organisatrices du marché. Elle a introduit la concurrence sur le marché des marchés financiers et a ainsi fragmenté la liquidité et accentué la privatisation des dispositifs d'échange et des transactions. Ses conséquences sont en train d'être évaluées par la recherche, mais d'ores et déjà nombre de parties prenantes dénoncent les limites et les dangers de cette nouvelle régulation. Mobilisant l'histoire financière, nous démontrons pourquoi et comment il faudrait, à l'échelle européenne, confier aux marchés réglementés une mission de service d'intérêt général comparable à celle qu'ils ont assumée par le passé sans cela ait nuit au développement économique : centraliser, traiter et diffuser l'information pré et post négociation qui constitue un bien public.

Abstract

The organization of securities markets has not benefited from the feigned attempts of reform presented by the governments since the outbreak of the current crisis. However, both speculative opportunities and the resulting risks depend on the markets on which one operates. The Markets in Financial Instruments Directive of the European Union, effective since 2007, reflects an excessive faith in the self-organizing virtues of the market. It unleashed a noxious competition on the market for financial markets that led to liquidity fragmentation and the privatization of market information. Drawing from financial history, we argue that regulated markets should be entrusted, at the European level, with a general interest mission, similar to the one they have long observed on a national level with no harm on economic development: they should centralize, consolidate and publicize post- as well as pre-trade information that are public goods.

CODE JEL : E44, F36, G18, G28, H41, K23, L33, N23, N24, N43, N44

INTRODUCTION

La crise déclenchée par le retournement du marché des emprunts immobiliers américain à l'été 2007 contraint des gouvernements acquis à l'économie de marchés dérégulés à faire ce qu'ils avaient répété ne plus pouvoir ni vouloir faire ces dernières années : manipuler la monnaie, entrer au capital d'institutions financières, suspendre certaines opérations jugées spéculatives. Ils annonçaient vouloir aussi, une fois l'urgence passée, remettre à l'endroit la finance et les institutions du crédit : la monnaie, les banques et les marchés.

Les G20 de 2008 à juin 2010 n'ont pourtant pas accouché du Bretton Woods que certains appelaient de leurs vœux. Sans doute, les pouvoirs publics envisagent de contrôler davantage les banques ou d'encadrer les professionnels de marché. La redéfinition des *ratio* prudentiels et l'aménagement des standards comptables pourraient doter les institutions financières d'une assise capitalistique moins faible au regard des risques encourus. Plus structurellement, aux Etats-Unis, on envisage la partition des opérations de négoce pour compte propre et des autres activités d'intermédiation financière.

Quand bien même la crise de la finance publique est désormais celle des finances publiques, l'organisation des transactions boursières n'a pas bénéficié de semblables velléités réformatrices de la part des autorités publiques. Pourtant, les opportunités spéculatives et les risques encourus par les institutions financières dépendent aussi de l'organisation des marchés sur lesquels leurs professionnels opèrent. La directive européenne « Marché d'instruments financiers » (MIF), entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, témoigne de la foi dans les vertus auto-organisatrices du marché qui régnait alors. Elle a renforcé la concurrence sur le « marché des marchés financiers » qu'elle a institué. Des universitaires ont commencé d'évaluer ses conséquences, en terme d'« efficacité » du marché financier. Pourtant, l'absence de données fiables et complètes, l'horizon temporel limité des études ainsi que l'hétérogénéité du paysage boursier européen affaiblissent considérablement la robustesse des conclusions de ces études (Biais & Foucault, 2010 ; Ribeiro, 2008a, 2008b).

Après une synthèse des travaux les plus récents, cet article propose, en mobilisant les acquis de l'histoire financière, une réflexion sur les choix structurels en matière de régulation des marchés financiers. Cette perspective de longue durée, trop souvent négligée, éclaire le débat actuel : elle révèle le caractère permanent et constitutif de la tension entre d'une part les dispositifs d'échange opaques et, de l'autre, les bourses plus transparentes et régulées. A

partir de cette réflexion d'inspiration braudélienne, nous rappelons les leçons de l'histoire pour démontrer pourquoi et comment il faudrait, aujourd'hui, à l'échelle européenne, confier aux marchés réglementés une mission de service d'intérêt général. Cette mission consiste à centraliser, homogénéiser et diffuser l'information pré et post négociation qui constitue, dans toute économie de marché, un quasi bien public.

LES OBJECTIFS ET LES CONSEQUENCES DE LA DIRECTIVE MIF

La directive MIF promettait « *une infrastructure de négociation efficace, transparente, intégrée* » en Europe¹. Pour ce faire, elle abolissait - dans les pays où elle existait encore, comme la France - la règle de concentration des ordres boursiers. Celle-ci prescrivait (avec des exceptions) leur exécution sur un marché réglementé qui non seulement concentrait la liquidité, mais organisait la confrontation formellement égalitaire des ordres et la publicité des transactions effectuées en rendant public le processus de formation des prix. À la place, la directive a institutionnalisé la concurrence entre les marchés réglementés (héritiers des bourses mutualistes) et d'autres dispositifs d'exécution des transactions boursières (les systèmes multilatéraux de négociation et les intermédiaires internalisateurs)², sans pour autant chercher à contenir l'expansion des marchés de gré à gré.

Cette concurrence devait réduire les coûts de transaction. Leur réduction devait elle-même accroître la liquidité des marchés et donc abaisser le coût du capital pour les émetteurs. En outre, des obligations de publicité pré- comme post-exécution des ordres, variables selon le dispositif d'exécution, devaient préserver le processus de découverte des prix et contribuer à l'intégrité des marchés. Cette transparence allait garantir aux clients que leurs ordres fussent exécutés au mieux de leurs intérêts, sans que la directive définît pourtant précisément cette *best execution*. Selon la directive, il revenait aux intermédiaires de consolider les flux d'ordres éparpillés entre les divers dispositifs d'échanges boursiers pour saisir les meilleures opportunités, en fonction des besoins variés de leurs clients (Petrella, 2009 ; Lehalle & Burgot, 2010). Ainsi, la directive allait susciter l'innovation en poussant les opérateurs à développer une infrastructure technologique suffisamment sophistiquée pour balayer tous les

¹ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que les directives 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil (2003/C 71 E/07) – COM (2002) 625 final – 2000/0269(COD), JOCE du 25 mars 2003.

² Les systèmes multilatéraux de négociation (dénommés MTF, pour *multilateral trading facilities*) sont exploités par un prestataire de service d'investissement ou un opérateur de marché réglementé. Ils permettent de réaliser des transactions sur des titres de sociétés inscrits à la cote de marchés réglementés dans des conditions moins contraignantes de contrôle et de publicité des termes de l'échange. Les internalisateurs sont des banques qui appartiennent les ordres de leurs clients sans les présenter sur aucun marché.

marchés et consolider tous les flux d'ordres (Giraud, 2009). L'architecture concurrentielle et transparente instaurée par la directive devait, enfin, favoriser l'intégration du marché financier européen, morcelé par les clivages hérités des histoires financières particulières des pays membres de l'Union.

Pourtant, les premières évaluations publiées par des organismes aussi peu suspects d'anticapitalisme financier que le Comité européen des régulateurs boursiers (CESR, 2009), l'Association française des marchés financiers (AMAFI, 2010) ou l'Autorité des marchés financiers (AMF, 2010) révèlent bien des déceptions. Si la directive se proposait d'accroître la transparence du système, elle en a plutôt augmentée l'opacité : aux côtés des MTF et des internalisateurs, se sont multipliés, dans les interstices réglementaires, des *dark pools*³ et des *crossing-networks*⁴. Bien que considérés dans la directive comme équivalents aux marchés réglementés, les MTF bénéficient d'une série de traits spécifiques qui empêchent qu'on puisse sérieusement les leur assimiler : ils sont en mesure de pratiquer un arbitrage réglementaire qui les pousse à tous s'enregistrer au Royaume Uni pour bénéficier des largesses de la *Financial Services Authority*, leurs obligations de surveillance sont sans commune mesure avec celles des bourses réglementées et ils profitent de leurs statuts de nouveaux entrants pour opérer à perte. Si les obligations de transparence ont dissuadé les banques de pratiquer l'internalisation systématique, les failles de la réglementation européenne ont permis le succès des *dark pools* et des *crossing networks* dont l'opacité les rapproche du gré à gré (ou OTC, pour *over the counter*). Non seulement ces dispositifs ont réduit significativement la part de marché des marchés réglementés, mais elles n'ont absolument pas entamé celle du gré-à-gré (Jouyet, 2010).

San doute, la concurrence a fait baisser les commissions payées par les intermédiaires financiers collecteurs/générateurs d'ordres. Pourtant, rien n'indique que cette réduction bénéficie aux clients finaux, investisseurs institutionnels et, *a fortiori*, particuliers. On peut d'ailleurs douter de l'utilité d'une baisse d'une telle envergure : Collard et Foucault (2010) et Jovanovic et Menkveld (2010) démontrent que des commissions trop faibles, si elles peuvent améliorer la liquidité, peuvent aussi avoir des répercussions, dans la mesure où cette elles

³ Les *dark pools* sont des MTF qui profitent des exceptions à la transparence pré-négociation prévues par la directive MIF et des exemptions octroyés par les régulateurs nationaux. Comme leur nom l'indique les *dark pools* organisent l'opacité des transactions.

⁴ Les *crossing networks* sont des dispositifs d'échange mis en place par des banques pour appareiller automatiquement des ordres, sans aucune contrainte de publicité.

incitent les opérateurs à proposer des ordres qui ont une probabilité minimale d'être exécutés, brouillant ainsi l'horizon des investisseurs et des émetteurs.

En outre, la baisse des commissions n'implique pas la baisse des coûts d'exécution. Des membres de l'AMAFI estiment que le coût unitaire d'exécution d'une transaction (les commissions) a baissé d'environ 30%, mais ils constatent simultanément que le coût moyen de réalisation d'une transaction a, lui, *augmenté* de 12% du fait de la fragmentation accrue des ordres (AMAFI, 2010). Cela n'a rien d'étonnant : la fragmentation de la liquidité et de l'information induite par la concurrence entre les différents dispositifs d'exécution des ordres exige en effet des investissements d'envergure pour reconstituer l'information, la traiter et l'exploiter rapidement.

Cette synthèse de l'information, dont la rapidité et l'efficacité dépendent de la taille des investissements effectués, n'est pas disponible pour le client final. En étudiant les données effectivement mises à la disposition du particulier par deux grands fournisseurs de services boursiers en ligne, l'Association des actionnaires minoritaire (2010) montre que ces données sont incomplètes et que les sources sont contradictoires, donc trompeuses. Pour la plupart des opérateurs professionnels, la désagrégation de l'information n'a été que partiellement compensée par les données payantes que proposent un nombre restreint de fournisseurs d'informations financières. Dans ces conditions, la *best execution* ne peut être qu'une chimère, d'autant plus que la directive MIF n'a pas même prévu, à l'instar de ce qui se fait aux Etats-Unis, d'obligation pour les entreprises de marché de publier des indicateurs standardisés relatifs aux autres dimensions de l'exécution des ordres (Petrella, 2009).

Quant à l'information du régulateur lui-même, elle est à peine meilleure. La directive prévoyait bien un système de *reporting* entre régulateurs par le biais du réseau informatique TREM (*Transaction Reporting Exchange Mechanism*). Mais, ce dispositif d'échange d'informations ne concerne que les opérations effectivement réalisés et son fonctionnement actuel le rend à peu près inefficace pour les régulateurs qui sont abreuvés de données disparates (AMAFI, 2010 ; CESR, 2010 ; Storckenmaier & Wagener, 2010). On peut donc craindre que la surveillance des marchés en pâtisse, ce qui rendrait impossible d'assurer tant leur stabilité que leur fonctionnement équitable.

En fait, seuls les plus grands opérateurs internationaux, notamment ceux qui opèrent pour leur compte propre, ont pu soutenir les coûts fixes très élevés liés aux technologies les plus avancées et au capital humain nécessaire pour les utiliser afin de reconstituer et exploiter

en temps réel les informations dispersées. Ils tirent désormais profit des avantages informationnels et de la rapidité d'intervention sur les marchés que leur procurent ces investissements. C'est ce qu'indique l'évolution de ces opérateurs vers le *trading* algorithmique ou à haute fréquence qui leur permet de saisir pleinement les nouvelles opportunités de profit que la directive a créées (Storckenmaier & Wegener, 2010). Cette situation n'est pas seulement discutable du point de vue de la concurrence, elle pourrait réduire les volumes négociés, tant le différentiel technologique décourage les autres intervenants (Biais & Foucault, 2010 ; Degryse, 2010 ; Jovanovic & Mankveld, 2010). Plus grave encore, elle peut accroître le risque systémique : s'ils peuvent ajuster les prix à une nouvelle information quelques nanosecondes plus tôt, les algorithmes hyperpuissants conçus pour tourner dans des conditions « normales » sont incapables de faire face à des moments critiques qu'ils ne reconnaissent pas en tant que telles, comme l'a démontré d'ailleurs le *flash crash* du 6 mai 2010 sur les marchés étasuniens (Biais & Foucault, 2010).

Par ces différents effets, la directive MIF contribue à accroître encore la concentration de l'intermédiation financière, alors même que les régulateurs et les pouvoirs publics expriment leur suspicion à l'encontre d'institutions financières trop grosses pour ne pas être sauvées par la collectivité en cas de défaut (les fameux « *too big to fail* »). La directive incite les plus grandes banques à l'« abus de position systémique ».

A l'encontre de l'impression de la majorité des professionnels, la plupart des études académiques conclut à l'amélioration de la liquidité⁵. Pourtant, la comparaison entre des dispositifs d'échanges variés et reliés à des chambres de compensation différentes pose de grosses difficultés méthodologiques (Degryse, 2010). Surtout, on peut légitimement discuter l'interprétation habituelle de ces études et, plus généralement, douter de la contribution au bien-être général d'une liquidité artificiellement créée par l'architecture boursière promue par la directive MIF. Le *trading* algorithmique de haute fréquence génère une masse d'ordres qui améliorent mécaniquement la liquidité du marché, mais qui se transforment rarement en négociations car ils sont très souvent révoqués après quelques millisecondes. Ces ordres

⁵ La FESE (Federation of European Stock Exchanges) enregistre une augmentation des *spreads* à la suite de la mise en place de la MIF (FESE, 2009). Le CESR met en avant que des marchés réglementés ont constaté une hausse des leurs *spreads* sur les titres les plus liquides depuis la fin de 2007, un constat qui serait partagée par de nombreux intermédiaires et indépendant de la crise (CESR, 2009). En sens inverse, le CFA Institute observe pour 44 actions européennes majeures une extrême volatilité des *spreads*, sans lien avec le degré de fragmentation (CFA Institute, 2009). Il souligne une forte baisse des *spreads* au Royaume Uni alors que le London Stock Exchange se plaint du contraire. Des études plus académiques montrent la stabilité de l'efficience du marché (Riordan et alii, 2010) ou une amélioration de la liquidité après l'entrée en vigueur de la MIF (Lutat & Chlistalla, 2009 ; Gresse, 2010), mais éventuellement pour d'autres raisons (Lehalle & Burgot, 2010).

perturbent plus qu'ils n'informent les autres opérateurs, car ils ne sont plus certains que le carnet d'ordre sur la base duquel ils ont pris leur décision sera le même quand leur ordre arrivera sur le marché. On constate d'ailleurs que pour passer un ordre, il faut désormais choisir entre la rapidité d'exécution et le moindre coût (Biais & Foucault, 2010 ; Jovanovic & Mankveld, 2010 ; Lehalle & Burgot, 2010).

Par ailleurs, les études existantes se concentrent sur la concurrence entre les principaux MTF et les marchés réglementés, délaissant complètement – faute de données – les autres marchés. Or, cette absence de séries statistiques révèle la principale faiblesse de la directive MIF : la fragmentation de la liquidité entre des dispositifs de négociation concurrents et toujours plus opaques a non seulement dispersé mais aussi considérablement réduit les informations de marché disponibles pour l'ensemble des intervenants. Comme le rappelle Harris (2003), pour réduire les effets néfastes de la fragmentation sur l'efficacité des marchés, l'information doit circuler sans entraves.

Sur le marché de l'intermédiation boursière, la lutte est donc aujourd'hui exacerbée pour capter la négociation des titres les plus liquides (les grosses capitalisations et les dérivés standardisés). En revanche, on constate que les nouveaux entrants délaissent les introductions en bourse ainsi que la négociation des petites et moyennes capitalisations qui, moins rentables, restent le lot des marchés réglementés (Gresse, 2010). On peut donc craindre que les effets économiques de la directive MIF ne soient moins favorables encore que ses effets financiers. La MIF débouche en fait sur une prise de pouvoir d'un petit nombre de très grandes banques anglo-saxonnes sur l'ensemble du système financier⁶. Les MTF opèrent bien souvent à perte, subventionné par les institutions qui leur adressent des ordres et sont en même temps leurs principaux actionnaires. Elles y trouvent leur compte : ce qu'elles n'encaissent pas sous la forme de dividendes, elles l'économisent par la réduction des commissions voire par la rémunération des ordres qu'elles passent sur leurs MTF⁷. Les grandes banques sont ainsi arrivées à leur fin : intégrer et, à défaut, contrôler tous les profits récurrents d'intermédiation.

⁶ Il y a environ 200 intermédiaires qui opèrent à l'échelle européenne et parmi eux, les dix plus importants, tous anglo-saxons (si l'on considère que ce sont les équipes londoniennes de la Deutsche Bank qui font le gros de son activité de marché) génèrent environ les trois quarts des transactions (AMAFI, 2010).

⁷ Il s'agit d'un nouveau système de tarification mis en œuvre par nombre de dispositifs alternatifs qui consiste à rémunérer les donneurs d'ordres qui apportent la liquidité et à se faire rémunérer par les donneurs d'ordres qui en absorbent. Cette logique de tarification a abouti, aux Etats-Unis, à tarifier le délit d'initié : avec les *flash orders*, on paie pour voir. En payant une sur-commission au dispositif d'échange, un opérateur voit, avant ses concurrents et pour quelques millisecondes, les ordres affichés.

Pour se défendre, les marchés réglementés se concentrent, eux aussi, sur leurs clients qui génèrent le plus de volume de transactions, quant bien même ceux-ci sont aussi les premiers utilisateurs ou les principaux actionnaires des systèmes multilatéraux de négociation. Grevés par les coûts qu'induisent leurs obligations statutaires en matière de surveillance des opérations et de transparence des transactions, certains marchés réglementés commencent donc à reporter sur les émetteurs les coûts que les commissions de négociation couvraient autrefois. De plus, les marchés réglementés acquièrent des systèmes multilatéraux de négociation ou développent des *dark pools*, brouillant un peu plus les limites entre marchés réglementés et dispositifs opaques de négociation⁸. Certains marchés réglementés pourraient même envisager, à terme, d'abandonner ce statut : ils ne seraient alors plus soumis aux obligations réglementaires qui en découlent, et pourraient, c'est du moins l'espoir qui guide cette stratégie, batailler « d'égal à égal » avec leurs concurrents soumis à une réglementation bien moindre⁹.

LES LECONS OUBLIEES DE L'HISTOIRE FINANCIERE

L'histoire financière enseigne que la régulation des marchés et la publicité des échanges ne contredisent pas l'essor des activités financières. Fernand Braudel avait déjà magistralement démontré comment la tension entre les dispositifs d'échange transparents et opaques est inhérente au capitalisme (Braudel, 1988, 1979). Les plus gros opérateurs professionnels ont toujours intérêt à échanger sur un marché opaque, dans la mesure où ils tirent le meilleur parti d'une information qu'ils peuvent ne pas dévoiler au reste des intervenants. Ils ont donc un intérêt structurel à l'institutionnalisation de l'opacité des transactions, qu'ils promeuvent en célébrant l'autorégulation et l'ordre spontané des marchés, comme l'illustrent des moments-clefs de l'histoire des marchés financiers américains, italiens et français. Les deux premiers rappellent que des marchés réglementés ont pu émerger sans impulsion publique originelle, quand le troisième indique qu'une stricte tutelle publique ne condamne pas nécessairement à l'atrophie.

⁸ Par ailleurs les MTF créent des *pools* de liquidité uniques qui mêlent leurs *dark pools* à leur carnet d'ordres. Si on allonge un *espresso* avec de l'eau, celle-ci perd sa transparence (et le café n'a plus de goût) : le mélange de transactions opaques et transparentes rend opaques celles qui ne l'étaient pas.

⁹ Cette orientation stratégique repose sur l'idée contestable que le statut de marché réglementé n'induirait que des coûts pour les opérateurs de marchés réglementés alors que, pour défendre, auprès des autorités publiques et des régulateurs, leurs intérêts contre ceux des autres dispositifs de négociation, ce statut constitue aussi une ressource précieuse, en particulier en réputation. Cette réputation décroît néanmoins à mesure que les opérateurs des marchés réglementés développent eux aussi des dispositifs opaques de négociation.

Outre-Atlantique, tout en gardant une position dominante, le New York Stock Exchange – une organisation mutualiste aux règles strictes – subit une forte concurrence de la part de marchés moins réglementés pendant le boom des années 1920. Le développement du téléphone donne alors aux opérateurs bancaires l’opportunité d’utiliser des opérations de gré à gré ou les bourses d’autres métropoles américaines pour soumettre le *Big Board* à une concurrence accrue (Ferderer, 2008 ; Mulherin & al., 1991 ; White, 2008). Le gros du négoce obligataire le déserte pour le gré à gré dans les années 1940, sous l’impulsion des investisseurs institutionnels qui dominent désormais ce type de commerce. Pourtant, l’accroissement des coûts de transaction et l’opacité accrue des opérations convainquent les émetteurs et les investisseurs de moindres tailles de continuer à opérer sur la principale bourse new-yorkaise (Biais & Green, 2010).

Dans l’Italie giolittienne (1892-1914), après la mise en réseaux des bourses par le télégraphe et le téléphone, les activités financières connaissent un développement prometteur autour de la bourse de Milan, plutôt réglementée, et de la bourse de Gênes, assimilable à un marché de gré-à-gré. La Bourse ligurienne alimentée par les opérations dérivées de gré à gré des principales banques italiennes, domine la bourse de Milan qui affiche des *spreads* plus étroits. C’est la domination de la première sur la seconde qui explique la violence de la crise boursière de 1907. En revanche, l’imposition – précipitée par la crise – du modèle milanais à toutes les bourses italiennes, par la loi de 1913, limite pour longtemps les activités financières, qui resteront concentrées à Milan (Riva 2005, 2007).

Si le cas italien rappelle que l’articulation adéquate entre bourse et marché de gré à gré est aussi nécessaire que difficile à trouver, en revanche, le cas français illustre combien la dualité complémentaire entre des marchés de gré à gré, confinés aux négociations de blocs entre professionnels, et les marchés publics et réglementés bénéficiant d’une position juridique supérieure qui leur assure le contrôle du marché, est à même de contribuer au développement satisfaisant et ordonné des activités financières. Ainsi, en France, à la grande période de développement financier qui s’amorce sous le Second empire pour s’achever dans les années 1930 – Paris est avant 1914 le second marché mondial après Londres – correspond une structure de marché duale ; et cette organisation explique largement la performance du marché parisien à la Belle Epoque, dans un contexte pourtant très concurrentiel de liberté des mouvements des capitaux (Hautcoeur & Riva, 2007).

La place financière de Paris était alors bâtie autour de deux marchés fort différents: le Parquet et la Coullisse. Le Parquet, marché réglementé géré par la Compagnie des Agents de change, était une corporation de 60 officiers ministériels (70 après 1898) bénéficiant d'un monopole légal sur les transactions. Ces intermédiaires purs étaient responsables, sans limite et solidairement, des opérations qu'ils concluaient pour le compte de leurs clients : les agents de change constituèrent ainsi d'importantes garanties pour les investisseurs à mobiliser en cas de défaut d'un d'entre eux¹⁰. Pour gérer les risques que créait le volume élevé des opérations dérivées¹¹, les agents de change, dans une interaction constante avec les régulateurs, les opérateurs du marché concurrents et les banques, construisirent autour de l'obligation légale de négocier à la criée (donc en public), un dispositif institutionnel qui rendait leur marché relativement transparent et sûr. Par des strictes règles d'échange et d'admission à la cote, par un contrôle serré de l'activité de ses membres, la Compagnie put non seulement stabiliser le marché en réduisant la probabilité de défaut des agents et la volatilité des prix (Riva & White, 2010), mais aussi légitimer ces opérations auprès des investisseurs, des juges et des législateurs (Lagneau-Ymonet & Riva, 2010a). La Compagnie avait aussi mis au point un système de règlement et livraison efficace en étroite collaboration avec la Banque de France, laquelle a pu en conséquence secourir la Compagnie lorsque ses liquidités s'avéraient, malgré tout, insuffisantes pour soutenir le marché (Riva & White, 2010).

A l'opposé, la Coullisse était un marché faiblement organisé, longtemps illégal, mais *de facto* toléré, voir protégé par les pouvoirs publics qui y avaient régulièrement recours pour placer les emprunts d'Etat. Ses membres, bien inscrits dans les réseaux internationaux de la finance européenne, agissaient comme intermédiaires et comme contrepartistes. Sans *numerus clausus*, les critères de sélection des membres étaient faibles quand bien même ils existaient. Le processus de découverte des prix était opaque : les transactions se déroulaient sur des bases bilatérales, sans publicité ex-ante ; les prix des transactions n'étaient pas enregistrés systématiquement, et n'étaient publiés par des journaux que sur des listes variables, sans aucune garantie d'authenticité pour les investisseurs. Aucun critère formel et explicite d'admission des titres aux négociations n'existait jusqu'au début du XX siècle. Les investisseurs ne bénéficiaient comme garantie que des maigres capitaux des maisons de titres des coullissiers (Hautcoeur & Riva, 2007).

¹⁰ Le Fonds commun de la Compagnie, le capital de leur charges, ainsi que leur richesse personnelle (la CAC a introduit à partir des années 1830, un critère de fortune dans le recrutement des agents à cette fin).

¹¹ Par exemple, le Parquet négociait opérations dérivées pour un montant d'environ trois fois le PIB.

Ces différences radicales entre les deux marchés conduisirent à leur spécialisation, la concurrence, rude, ne se développant que sur les créneaux les plus profitables. En ce qui concerne le type d'opérations, le Parquet avait un quasi-monopole sur les opérations au comptant, tandis que les coulissiers pratiquaient essentiellement les opérations à terme, sur lesquelles ils avaient la possibilité d'opérer pour leur propre compte en exploitant leur information supérieure sur l'activité du marché. En ce qui concerne les valeurs échangées, la Coullisse négociait nombre de titres, notamment étrangers, qui ne satisfaisaient pas les critères d'admission à la cote du Parquet. Pourtant, la compétition entre les deux marchés se concentrait sur les titres les plus actifs, objets préférés de la spéculation au XIX siècle : les titres publics français et étrangers (Vidal, 1904). En ce qui concerne la sociologie des clients, les investisseurs individuels envoyaient essentiellement leurs ordres au Parquet, alors que les professionnels divisaient leurs ordres entre les deux marchés (Hautcoeur & Riva, 2007).

Au début des années 1890, cette structure bipolaire fut remise en question. La montée en puissance des grandes banques fit pencher la balance en faveur de la Coullisse : en 1893, le gouvernement supprima par voie fiscale le monopole des agents de change sur les titres admis à la cote officielle et libéralisa le marché des services financiers en ouvrant la porte à des nouveaux entrants : les grandes banques purent internaliser les ordres, et des circuits d'échange privés comme La Petite Bourse et le Syndicat des Banquiers de Province se formèrent. L'instabilité du marché après la réforme poussa néanmoins le gouvernement à rétablir et renforcer le monopole des agents de change en 1898 : la part de marché du Parquet remonta alors d'1/3 à 2/3 (Hautcoeur, Rezaee & Riva, 2010).

Ces réformes eurent des conséquences inattendues pour toutes les parties prenantes. La réforme de 1893 augmenta l'efficacité du marché dans son ensemble et renforça la position de la Coullisse comme marché dominant au sens informationnel, une position qui s'explique par les réseaux d'information des coulissiers et par le trading de blocs des opérateurs bancaires. Cependant, il n'est pas clair que la structure de marché résultant de réforme de 1893 aurait favorisé le développement durable du marché financier. Dans le court terme, elle favorisa probablement la bulle spéculative sur les titres des mines d'or qui s'acheva par le krach de fin 1895. Après cet épisode, le volume total des négociations sur la place de Paris stagna jusqu'à la réforme de 1898. Cette dernière permit en revanche une réduction significative des coûts de transaction : les *spreads* baissèrent sur les deux marchés et les agents de change acceptèrent une réduction de leurs commissions en échange du rétablissement du monopole. Les opérateurs continuèrent à obtenir l'immédiateté dans une

coulisse maintenue mais contrôlée formellement par le Parquet (Hautcoeur, Rezaee & Riva, 2010).

Surtout – et contrairement aux prévisions apocalyptiques des Cassandre des grandes banques – la réforme de 1898 ne provoqua aucun déclin du centre financier parisien, qui prospéra jusqu’à la guerre, fournissant un puissant levier pour le financement de l’économie française et mondiale. Bien plutôt, cette réforme stabilisa durablement le centre financier parisien : quand la crise de 1907 ravagea les bourses de Londres et de New York, elle ne fit qu’effleurer la Bourse de Paris (Hautcoeur, Rezaee & Riva, 2010 ; Hautcoeur & Gallais-Hamonno, 2007 ; Hautcoeur, 1994).

Ces exemples rappellent ce que le développement ordonné des activités financières doit à la dualité complémentaire entre les bourses réglementées et les marchés de gré à gré. S’ils ne donnent pas de recettes miracles pour fixer l’équilibre entre ces deux types d’organisation des transactions financières, ils rappellent que lorsque les autorités publiques ne contiennent pas la préférence intéressée des plus gros opérateurs pour des dispositifs plus opaques et moins réglementés, on peut craindre le glissement des opérations vers l’opacité avec tous les risques induits pour la stabilité du système, comme la récente crise nous l’a rappelé avec fracas.

Si les deux guerres mondiales et la grande dépression contribuèrent à faire oublier ces risques en conduisant à un fort contrôle du secteur financier par les pouvoirs publics (le *Great Reversal* quasi-universel de Rajan & Zingales, 2003), on assiste depuis les années 1960 à la résurgence d’opérations financières transnationales réalisées en marges des bourses historiques. Depuis lors, l’affirmation de marchés privés et opaques n’a cessé de s’accroître, au détriment des bourses organisées formellement, publiques ou réglementées. En Europe, l’essor des euromarchés a d’abord affecté les systèmes financiers nationaux, ordonnés par de stricts contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux (Baker & Collins, 2005 ; Boussière, 2005 ; Schenk, 1998, 2005). Les désordres monétaires de la décennie suivante ont, ensuite, convaincu les gouvernements de lutter coûte que coûte contre l’inflation (Feiertag, 2005). Ainsi, c’est au nom de la recherche de moyens non inflationnistes de financement qu’en France comme ailleurs les gouvernements successifs depuis la fin des 1970 ont conçu et mis en œuvre la dérégulation financière (Boissieu, 1998 ; Hautcoeur, 1996 ; Pérouse, 1980) : elle devait faciliter la levée directe de capitaux par les entreprises et surtout permettre aux Etats de se financer par le biais d’un marché liquide, et donc attrayant pour les investisseurs

institutionnels internationaux, des titres de la dette publique (Feiertag, 2001 ; Lordon, 1997). Il faudra attendre la dernière décennie du siècle pour que la création d'un « marché commun de la finance » dans le sillage de l'Union monétaire européenne, ajoute une impulsion communautaire (Posner, 2009 ; Jabko, 2006).

Cette dynamique incrémentale (Streeck & Thelen, 2005) a non seulement soutenu l'accroissement des transactions sur les marchés financiers transnationaux et privés, mais elle a largement diffusé l'idéologie qui lui correspond le mieux, celle de la coordination par le marché et de son autorégulation efficace. Par-delà ces intérêts matériels et leurs justifications organiques, il faut bien voir que l'histoire se répète: le développement considérable des opérations financières a précipité un changement radical dans le caractère « privé » des marchés où se font ces opérations. Ils étaient *privés* dans la mesure où les informations concernant les transactions n'étaient pas disponibles. Il n'en reste pas moins que ces marchés n'appartenaient à personne. Depuis les années de dérégulation, l'adjectif « privé » ne qualifie plus seulement l'indisponibilité de l'information sur les échanges ; il caractérise aussi ces marchés. Ils sont devenus des « entreprises de marchés » à but lucratif qui appartiennent aux plus gros intermédiaires financiers (Lee, 2010). Par leurs statuts juridiques, la propriété de leurs capitaux et leur logique de fonctionnement, ce sont donc des marchés *privatisés*.

La métamorphose n'a pas épargné les bourses historiques. Longtemps organisées selon des formes mutualistes, elles fonctionnaient, notamment en Europe continentale, comme des monopoles que justifiait leur dimension quasi publique (Lagneau-Ymonet & Riva, 2010b ; de Larminat, 2010 ; Lagneau-Ymonet, 2009 ; Riva, 2007). Depuis le *Big Bang* de Londres en 1986 (Michie, 2009), les principales bourses européennes ont connu un processus de démutualisation. À la privatisation de leurs statuts – les bourses sont devenues des sociétés privées mues par la recherche du profit – s'est ajoutée, à l'aube du siècle nouveau, leur cotation sur les marchés qu'elles-mêmes organisent. Ce double processus de « sociétisation » et d'ouverture du capital des bourses devait en faire de « vraies » entreprises capables de faire face à la concurrence de dispositifs privés d'échanges boursiers transnationaux en cours de multiplication. Ensuite, la démutualisation aurait dû faciliter la résolution des conflits de gouvernance qui se multipliaient à mesure que la concurrence internationale, les dérégulations nationales et la technologie mettaient à mal les anciens arrangements de place entre intermédiaires et bourse¹². L'introduction en bourse devait aussi permettre de collecter les

¹² D'une part les intermédiaires et les entreprises de marché ont souvent des objectifs stratégiques différents à propos des tarifications ou des rétrocessions de commission, des investissements à consentir ou de

capitaux dont les bourses avaient besoin pour leurs investissements technologiques (Ansidei, 2001 ; Ramos 2006, 2003). Selon ce schéma, la concurrence entre les bourses démutualisées et les dispositifs d'échange alternatifs devait fournir une liquidité supérieure à celle produite par des bourses mutualistes et ainsi produire un « authentique » système financier fondé sur les marchés. La *doxa* actuelle borne l'univers des avènements envisageables à la privatisation des transactions et des dispositifs d'échange boursier comme si elle assurait, mieux qu'une architecture fondée sur des bourses mutualistes, la liquidité dont l'économie aurait besoin (Lagneau-Ymonet & Riva, 2010b).

La directive MIF a parachevé la dynamique pluri-décennale de privatisation des échanges et des marchés boursiers. D'institutions organisant la concurrence publique entre intermédiaires financiers, les bourses deviennent ainsi des entreprises privées, en concurrence, entre elles et avec leurs principaux utilisateurs, pour la prestation de services d'intermédiation. Le recours à la concurrence permet en outre d'éviter les conflits entre bourses nationales pour la prééminence européenne, spécialement après l'échec du projet de rapprochement entre Paris et Frankfurt. Au modèle de marché walrasien organisé selon un arrangement institutionnel de type durkheimien, la directive substitue donc un arrangement williamsonien (Streeck, 2009) qui doit faire advenir une sorte de « marché pour les marchés » (« *a market for markets* » pour reprendre l'allitération anglophone) de nature schumpetérienne, où la destruction créatrice devrait assurer, au détriment de la stabilité, une innovation dont on a cessé d'interroger l'utilité sociale. Ainsi, de lieux de la concurrence publique, les marchés sont devenus des acteurs privatisés de la concurrence privée.

RESTAURER LA DIMENSION PUBLIQUE DES MARCHES FINANCIERS

En nous fondant sur les expériences concrètes que l'histoire offre aux chercheurs, nous proposons qu'au statut de marché réglementé on ajoute l'attribution d'une mission d'intérêt général. Elle consisterait pour chaque marché réglementé à recevoir, consolider, surveiller et rediffuser, pour les sociétés inscrites à sa cote, les flux d'information pré-négociation pertinents (les prix affichés, les quantités à échanger et les types d'ordres) en provenance des systèmes d'échange autres que ceux, strictement de gré à gré où se négocient les titres de ces

l'ouverture du marché à de nouveaux membres. D'autre part, les conflits entre intermédiaires sont d'autant plus forts qu'ils sont divers dans leurs moyens capitalistiques, leurs formes organisationnelles et leurs origines géographiques.

sociétés, ainsi qu'à en assurer la transmission aux régulateurs¹³. Les marchés réglementés sont en effet, dans l'état actuel, les mieux à même d'exercer ces fonctions : ils ont le savoir-faire, les ressources en personnel compétent, ainsi que les systèmes d'information nécessaires. De plus, la multi-cotation des mêmes titres sur plusieurs marchés réglementés n'est pas développée au point de rendre inenvisageables des formes de coopération entre ces derniers¹⁴.

Il s'agirait donc de relier les marchés réglementés aux autres dispositifs de négociation établis dans l'espace européen par un réseau informatique qui intégrerait les informations concernant les transactions sur les titres des sociétés cotées sur ces marchés réglementés, tout en laissant les intermédiaires exécuter leurs ordres selon leurs préférences. Par rapport au système en vigueur aux Etats-Unis¹⁵, cette architecture aurait l'avantage de ne pas réduire la *best execution* au repérage du meilleur prix : les opérateurs auraient aussi la possibilité de prendre en considération les différences de coûts induites par les tarifications des diverses plates-formes et par la fragmentation du post-marché européen¹⁶. Idéalement, ce système devrait précéder l'édification d'un système de compensation et de règlement unifié et mutualisé à l'échelle européenne, qui permettrait non seulement de diminuer les coûts mais aussi d'améliorer la supervision des risques systémiques par le système européen des banques centrales. Il ouvrirait aussi la voie à un mécanisme analogue de financement mutualisé des coûts d'introduction en bourse et de cotation des sociétés de taille moyenne.

Le dispositif que nous envisageons offrirait donc à tous les opérateurs toute l'information pertinente, ce qui réduirait la rente informationnelle des plus gros opérateurs, et donc contiendrait la concentration d'institutions déjà trop grosses pour ne pas être incontrôlables. Cela permettrait une meilleure surveillance des opérations et notamment la détection des abus de marché qui, aujourd'hui, se font par la manipulation, à l'infra-seconde,

¹³ Si la dualité bourse/gré à gré est une constante historique, cette hétérogénéité a, on l'a vu, des effets délétères quand elle dissout la distinction entre les deux types distincts et opposés de marché. C'est pourquoi, la directive révisée ne devrait pas autoriser l'existence de *dark pools* et des *crossing networks*. Pour contenir l'extension du gré à gré, on pourrait imaginer des *ratio* « à la Bâle » rapportant les volumes des transactions exécutées de gré à gré aux volumes effectués sur les marchés réglementés. Ces *ratio* contraignants seraient modulés en fonction du statut de l'institution financière et de ses éléments de bilan. Les régulateurs bancaires pourraient d'ailleurs utiliser le dispositif TREM rénové et effectivement étendu au gré à gré pour contrôler le respect des *ratio*. La suspension de l'agrément bancaire sanctionnerait les manquements caractérisés.

¹⁴ À ce jour, il existe surtout entre marchés réglementés une concurrence indirecte dès lors qu'ils développent des dispositifs de négociation opaques des titres de sociétés cotées sur d'autres marchés réglementés (AMAFI 2010).

¹⁵ Aux USA, un système informatique techniquement comparable à celui que nous esquissons relie déjà les bourses qui sont obligées légalement de rediriger un ordre vers le marché qui affiche le meilleur prix. Ce système ne peut exister que parce que le système de règlement-livraison est unifié dans une structure mutualiste.

¹⁶ Il se peut en effet qu'un ordre exécuté au meilleur prix ne soit pas le moins onéreux pour l'investisseur final car les différentiels dans les commissions et les coûts de règlement-livraison varient. Pour les investisseurs professionnels des considérations liées à la rapidité d'exécution s'ajoutent aux précédentes.

des cours d'un même titre coté sur des systèmes de négociation dont les obligations et les capacités de surveillance sont très en deçà de celles des marchés réglementés. De plus, cela contribuerait à raffermir, à l'échelle communautaire comme dans chaque place financière de l'Union, les liens entre régulateurs et marchés réglementés que la privatisation de ceux-ci a amoindris. Puisque la disponibilité de ces informations et ses effets sur la donne concurrentielle comme sur la tâche des régulateurs constituent de précieuses externalités, le financement des infrastructures technologiques et la rémunération des équipes de surveillance devraient se fonder sur la mutualisation des coûts, répartis entre tous les dispositifs de négociation *au prorata* des volumes négociés sur les volumes des titres admis à la cote de chaque marché réglementé, ce qui pourrait en outre abaisser le coût total d'exécution des ordres.

Définir la centralisation de l'information boursière comme un bien public relevant d'une mission d'intérêt général serait non seulement opératoire mais cohérent. En effet, la collecte, la surveillance et la diffusion des informations de marché entrent dans la définition des missions d'intérêt général telle que le droit communautaire les conçoit puisqu'elles « touchent à la question centrale du rôle joué par les autorités publiques dans une économie de marché, à savoir, d'une part, veiller au bon fonctionnement du marché et au respect des règles du jeu par tous les acteurs, et d'autre part, garantir l'intérêt général, notamment la satisfaction des besoins essentiels des citoyens et la préservation des biens publics lorsque le marché n'y parvient pas. »¹⁷. Si la définition des missions d'intérêt général est du ressort des pouvoirs publics, la prestation des services correspondants peut très bien être réalisée par des entreprises aux statuts variés¹⁸. Ainsi, notre proposition ne remettrait pas en cause la diversité statutaire des opérateurs de marchés. Par ailleurs, cette proposition n'instaurerait pas de distorsion de concurrence. Au contraire, la mutualisation des coûts, option compatible avec les textes en vigueur, rétablirait l'équité concurrentielle que la directive MIF avait altérée en ne faisant supporter qu'aux seuls marchés réglementés les coûts induits par la publicité et la surveillance des transactions.

Ce système ne suffira pas à éradiquer les bulles et les krachs, mais peut les rendre moins probables et réduire leurs effets délétères. Enfin et surtout, cette proposition participe de la réaffirmation de la dimension publique, c'est-à-dire *in fine* politique, des marchés

¹⁷ http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/123013_fr.htm.

¹⁸ Communication de la Commission européenne au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions, *Livre blanc sur les services d'intérêt général*, Bruxelles, 12.5.2004 COM(2004) 374 final ; Lee, 2010.

financiers. On aurait grand tort d'oublier cette autre leçon de l'histoire : c'est le contrôle démocratique de la finance qui fonde seul sa légitimité dans une société capitaliste. Alors que l'épicentre de la crise s'est déplacé, de la finance privée aux dettes des Etats, les pouvoirs publics ne doivent pas se priver d'une occasion pour revenir sur la néfaste privatisation des transactions et des dispositifs d'échanges boursiers.

BIBLIOGRAPHIE

ADAM (2010), Contribution de l'Association Défense Actionnaires Minoritaires au groupe de travail AMF présidé par PINATTON J.-P. et O. POUPART LAGARGE, sur la révision de la directive MIF.

AMAFI (2010), « Révision de la directive MIF », *Position paper*, Paris, 7 janvier

AMF (2010), Groupe de travail présidé par PINATTON J.-P. et O. POUPART LAFARGE, *Rapport sur la révision de la directive MIF*, Autorité des marchés financiers, 11 juin 2010

ANSIDEI J. (2001), *Les centres financiers internationaux*, Economica, Paris

BAKER M. & COLLINS M. (2005), « London as an International Banking Center, 1958-1980 », dans CASSIS Y. & BUSSIÈRE E. (dir.), *London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century*, Oxford University Press, Oxford.

BIAIS B. & GREEN R., « The microstructure of the bonds market in the 20th century », *Working Paper*, IDEI, 2005.

BIAIS B. & FOUCAULT T., « Trading algorithmique, ordres à cours limités, liquidité et formation des prix », article présenté au Colloque 2010 du Conseil Scientifique de l'AMF, Paris.

BOISSIEU Ch. de (1998), « Les enjeux économiques, sociaux et financiers de la période 1984-1993 », dans Pierre Bérégozoy. *Une volonté de réforme au service de l'économie 1984-1993*. Paris, CHEFF

BUSSIÈRE E. (2005), « French Banks and the Eurobond Issue Market during the 1960s », dans CASSIS Y. & BUSSIÈRE E. (dir.), *London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century*, Oxford University Press, Oxford.

BRAUDEL F. (1988), *La dynamique du capitalisme*, Flammarion, Paris.

BRAUDEL F. (1979), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XVe-XVIIIe siècle. Tome 2, Les jeux de l'échange*, A. Colin, Paris.

CFA Institute (2009), « Market Microstructure. The Impact of Fragmentation under MiFID ».

CESR (2009), « Impact of MiFID on equity secondary markets functioning », Rapport du 10 juin.

COLLARD F. & FOUCAULT T. (2010), Concurrence entre marchés, coûts de transaction et arbitrages entre la tarification des ordres apporteurs et consommateurs de liquidité, article présenté au Colloque 2010 du Conseil Scientifique de l'AMF, Paris.

DEGRYSE H. (2010), « Internalisation, traitement post-marché et liquidité des marchés d'actions », article présenté au Colloque 2010 du Conseil Scientifique de l'AMF.

FEIERTAG O. (2005), « The International Opening-up of the Paris Bourse : Overdraft Economy Curbs and Market Dynamics », dans CASSIS Y. & BUSSIÈRE E. (dir.), *London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century*, Oxford University Press, Oxford.

FEIERTAG O. (2001), « Finances publiques, « mur d'argent » et genèse de la libéralisation financière en France de 1981 à 1984 », dans Berstein S., Milza P. & Bianco J.-L.. *Les années Mitterrand, les années du changement (1981-1984)*, Paris, Perrin.

- FERDERER P. J. (2008), « Advances in Communication Technology and Growth of the American Over-the-Counter Markets, 1876-1929 », *Journal of Economic History*, 68, 2, 501-34
- FESE (2009), « Response to CESR call for evidence on the Impact of Mifid on secondary Market Functioning », Bruxelles, 13 Janvier.
- GIRAUD J.R. (2009), « MiFID : One Year On », EDHEC Risk and Management Research, *Working Paper*, 2009.
- GRESSE C. (2010), Marchés fragmentés et liquidité post-MIF, article présenté au Colloque 2010 du Conseil Scientifique de l'AMF, Paris.
- HARRIS L. E. (2003), *Trading and Exchanges*, Oxford University Press, New York.
- HAUTCOEUR P.-C. (1994), « Le marché boursier et le financement des entreprises françaises, 1890-1939, Thèse de doctorat, Paris 1.
- HAUTCOEUR P.-C. (1996), « Le marché financier français de 1945 à nos jours », *Risques*, 25, janvier-mars 1996, pp.135-151
- HAUTCOEUR P.-C. – GALLAIS-HAMONNO G. (2007), *Le marché financier français au 19^e siècle*, 2 volumes, Publications de la Sorbonne.
- HAUTCOEUR P. C. – RIVA A. (2007), « The Paris Financial Market in the XIX century : an Efficient Multi-Polar Organization ? », Paris School of Economics, *Working Paper*, n° 31.
- HAUTCOEUR P. C. – REZAEI A. - RIVA A. (2010), « How to Regulate a Financial Market ? » Paris School of Economics, *Working Paper*, n° 1.
- JABKO N. (2006), *Playing the market. A political strategy for uniting Europe, 1985-2005*. Ithaca, Cornell University Press.
- JOUYET J.P. (2010), Discours de clôture tenu au Colloque 2010 du Conseil Scientifique de l'AMF (http://www.amf-france.org/documents/general/9415_1.pdf).
- JOVANOVIC & MENKVELD A. (2010), Les intermédiaires sur les marchés électroniques, article présenté au Colloque 2010 du Conseil Scientifique de l'AMF, Paris.
- LAGNEAU-YMONET P. (2009), *Entre le marché et l'État, les agents de change. Une socio-histoire économique de l'intermédiation officielle à la bourse de Paris*, thèse de doctorat à l'École des hautes études en sciences sociales, Paris.
- LAGNEAU-YMONET P. - RIVA A. (2010a), « Les opérations à terme à la Bourse de Paris », dans LEVRATTO N. & STANZIANI A. (dir.), *Le capitalisme au futur antérieur. Crédit et spéculation en France, fin dix-huitième début vingtième siècle*, Bruylant, Bruxelles.
- LAGNEAU-YMONET P. - RIVA A. (2010b), « La privatisation d'un étrange bien public : la bourse de Paris dans les années 1980 », *Genèses*, à paraître (septembre 2010).
- LARMINAT P. de (2010), *La Bourse de Max Weber*, Paris, Allia.
- LEE R. (2010), *The governance of financial market infrastructure*, Oxford Finance Group, Janvier.
- LEHALLE C.A. & BURGOT R. (2010), Navigating Liquidity 4, Chevreux (Crédit Agricole Group), April 2010.
- LORDON F. (1997), *Les quadratures de la politique économique*, Paris, Albin Michel.
- LUTAT M. & CHLISTALLA M. (2009), « Liquidity in Times of Competition – Evidence from the European Stock Market », PACIS 2009 Proceedings.
- MICHIE R. (2009), « Design by Default? “Big Bang”, the London Stock Exchange and the securities Market », article présenté au World Economic History Congress 2009, Utrecht.

- MULHERIN, H.H., J.M. NETTER & J.A. OVERDAHL (1991), «Prices Are Property: The Organization of Financial Exchanges from a Transaction Costs Perspective», *Journal of Law and Economics*, 34, 2, 591-644
- PEROUSE M. (1980), *La modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation du marché des valeurs mobilières. Rapport présidé par Maurice Pérouse*. Paris, La documentation française.
- PETRELLA G. (2009), « MiFID, Reg NMS and Competition Across Trading Venues in Europe and United States », *SSRN Working Paper*.
- POSNER, E. (2009), *The origins of Europe's new stock markets*, Cambridge MA, Harvard University Press.
- RAJAN R. & ZINGALES L. (2003), « The Great Reversal: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, 69, 1, 5-50
- RAMOS S. (2003), « Competition between Stock Exchanges: a Survey », FAME, *Research paper*, n° 77.
- RAMOS S. (2006), « Why Do stock Exchanges Demutualize and Go Public? », Swiss Finance Institute, *Research Paper*, n° 06-10.
- RIBEIRO R. (2008a), « Market Dominance and Barriers to Competition in Venue Trading Competition », NET Institute (London School of Economics), *Working Paper*, n° 08-35.
- RIBEIRO R. (2008b), « An Empirical Model of Multi-Venue Trading Competition Post-MiFID », article présenté au Telecom ParisTech Conference 2008, Paris.
- RIORDAN R., STORKENMAIER A. & WAGENER M., « Fragmentation, Competition and Market Quality: A Post-MiFID Analysis », *SSRN, Working Paper*.
- RIVA A. (2005), *Compétition entre places financières : les bourses de Milan et de Gênes à l'époque giolittienne, 1895 – 1913*, Thèse de doctorat, Université d'Orléans.
- RIVA A. (2007), « Les grandes Bourses italiennes à l'époque giolittienne », *Entreprises et Histoire*, n° 4.
- RIVA A. & WHITE E. N. (2010), *Danger on the Exchange: How Counterparty Risk Was Managed on the Paris Bourse in the Nineteenth Century*, NBER WP, n° 15634.
- SCHENK C. R. (1998), « The Origins of the Eurodollar Market in London, 1955-1963 », *Explorations in Economic History*, n° 35.
- SCHENK C. R. (2005), « Crisis and Opportunity: the Policy Environment of International Banking in the City of London », dans CASSIS Y. & BUSSIÈRE E. (dir.), *London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century*, Oxford University Press, Oxford.
- STORKENMAIER A. & WAGENER M., « Research on Competition and Regulation in European Equities Trading: An Executive Summary », School of Economics and Business Engineering – Karlsruhe Institute of Technologie WP.
- STREECK W. (2009), « Institutions in History. Bringing Capitalism Back In », *MPIfG Discussion Paper*, 09/8
- STREECK W. & THELEN K. A. (2005), *Beyond continuity. Institutional change in advanced political economy*. Oxford, Oxford University Press.
- VIDAL E. (1904), *Traité des opérations de bourse*, Paris, Garnier.
- WHITE E. N. (2008), « Competition among the Exchanges before the SEC : Was the NYSE a Natural Egeomon ? », article présenté à la Conférence « Les place financières comme pôles de compétitivité », Université Paris Ouest La Défense, Paris.