

L'INFORMATION BOURSIÈRE  
COMME BIEN PUBLIC  
ENJEUX ET PERSPECTIVES  
DE LA RÉVISION DE LA DIRECTIVE  
EUROPÉENNE « MARCHÉS  
D'INSTRUMENTS FINANCIERS »

PIERRE-CYRILLE HAUTCŒUR \*

PAUL LAGNEAU-YMONET \*\*

ANGELO RIVA \*\*\*

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

Les G20 de novembre 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 ratios 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 États-Unis, on envisage la partition des opérations de négoce pour compte propre et des autres activités d'intermédiation financière.

---

\* École des hautes études en sciences sociales (EHESS) ; École d'économie de Paris.

\*\* Institut de recherche interdisciplinaire en sciences sociales (IRISSO), université Paris-Dauphine.

\*\*\* European Business School (EBS) ; Institutions et dynamiques historiques de l'économie (IDHE), université Paris Ouest La Défense.

Bien que la crise de la finance privée soit désormais celle des finances publiques, l'organisation des transactions boursières n'a pas bénéficié de velléités réformatrices semblables 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 « Marchés d'instruments financiers » (MIF), entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> 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 termes 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 et Foucault, 2010 ; Ribeiro, 2008a et 2008b).

Après une synthèse des travaux les plus récents, cet article propose, en mobilisant les acquis de l'histoire financière, une réflexion sur les invariants 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'échanges opaques et, de l'autre, les Bourses plus transparentes et régulées. À 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. Celle-ci consisterait à centraliser, homogénéiser et diffuser l'information pré et postnégociation, qui constitue, dans toute économie de marché, un quasi-bien public.

### *OBJECTIFS ET CONSÉQUENCES DE LA DIRECTIVE MIF*

La directive MIF promettait « une infrastructure de négociation efficace, transparente et intégrée » en Europe<sup>1</sup>. Pour ce faire, elle abolissait - dans les pays où elle existait encore, comme la France - la règle de concentration des ordres boursiers. Elle prescrivait (avec des exceptions) leur exécution sur un marché réglementé qui non seulement concentrait la liquidité, mais aussi 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, elle a institutionnalisé la concurrence entre les marchés réglementés (héritiers des Bourses mutualistes) et d'autres dispositifs d'exécution des transactions boursières (systèmes multilatéraux de

négociation et intermédiaires internalisateurs)<sup>2</sup>, 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 postexécution 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 l'exécution de leurs ordres au mieux de leurs intérêts, sans que cette *best execution* ne soit pourtant précisément définie par la directive MIF. Selon celle-ci, 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 (Lehalle et Burgot, 2010 ; Petrella, 2009). La directive MIF allait alors susciter l'innovation en poussant les opérateurs à développer une infrastructure technologique suffisamment sophistiquée pour balayer tous les marchés et consolider tous les flux d'ordres (Giraud, 2009). L'architecture concurrentielle et transparente ainsi instaurée devait, enfin, favoriser l'intégration du marché financier européen morcelé par les clivages hérités des histoires financières particulières des pays membres de l'Union européenne.

299

Pourtant, les premières évaluations publiées par des organismes aussi peu suspectés 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 MIF se proposait d'accroître la transparence du système, elle en a plutôt augmenté l'opacité : aux côtés des MTF (*multilateral trading facilities*) et des internalisateurs, ont proliféré, dans les interstices réglementaires, des *dark pools*<sup>3</sup> et des *crossing networks*<sup>4</sup>. Bien que considérés dans la directive MIF comme équivalents aux marchés réglementés, les MTF bénéficient d'une série de traits spécifiques qui empêchent que l'on puisse sérieusement les tenir pour semblables : ils sont en mesure de pratiquer un arbitrage réglementaire qui les font tous s'enregistrer au Royaume-Uni pour bénéficier des largesses de la Financial Services Authority (FSA) ; 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* que leur opacité rapproche du gré à gré (ou OTC - *over the counter*). Non seulement ces

dispositifs ont réduit significativement la part des marchés réglementés, mais ils n'ont absolument pas entamé celle du gré à gré (Jouyet, 2010).

Sans 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 finals, 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 si des commissions trop faibles peuvent améliorer la liquidité, elles peuvent aussi avoir des répercussions, dans la mesure où elles 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 réduction des coûts d'exécution. Des membres de l'AMAFI estiment que le coût unitaire d'exécution d'une transaction (les commissions) a diminué 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 la pertinence dépendent de la taille des investissements effectués, n'est pas disponible pour le particulier. En étudiant les données effectivement mises à disposition par deux grands fournisseurs de services boursiers en ligne, l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM, 2010) montre que ces données sont incomplètes et que les sources sont contradictoires. Pour la plupart des opérateurs professionnels, la désagrégation de l'information n'a été que partiellement compensée par les données payantes que propose un nombre restreint de fournisseurs d'informations financières. Dans ces conditions, la *best execution* devient illusoire, d'autant plus que la directive MIF n'a même pas prévu, à l'instar de ce qui se fait aux États-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 des régulateurs, elle est à peine meilleure. La directive MIF prévoyait bien un système de *reporting* entre régulateurs par le biais du réseau informatique TREM (Transaction Reporting Exchange Mechanism). Mais ce dispositif d'échanges

d'informations ne concerne que les opérations effectivement réalisées et son fonctionnement actuel le rend à peu près inefficace pour les régulateurs qui sont abreuvés de données disparates (AMAFI, 2010 ; CESR, 2010 ; Storckenmaier et 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 propre compte, ont pu soutenir les coûts fixes très élevés liés aux technologies les plus avancées et à la main-d'œuvre qualifiée 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 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 MIF a créées (Storckenmaier et Wagener, 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 et Foucault, 2010 ; Degryse, 2010 ; Jovanovic et Mankveld, 2010). Plus grave encore, elle peut accroître le risque systémique : s'ils peuvent ajuster les prix à la nanoseconde, 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 tels, comme l'a démontré d'ailleurs le *flash crash* du 6 mai 2010 sur les marchés américains (Biais et Foucault, 2010).

Par ces différents effets, la directive MIF pourrait donc 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*). Elle encourage donc les plus grandes banques à l'« abus de position systémique ».

À l'encontre de l'impression de la majorité des professionnels, la plupart des études académiques concluent à l'amélioration de la liquidité<sup>5</sup>. Pourtant, la comparaison entre des dispositifs d'échanges variés et reliés à des chambres de compensation différentes pose de grandes 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 perturbent plus qu'ils n'informent les autres opérateurs, car ils ne sont plus certains que le carnet d'ordres sur la base duquel ils ont pris leur décision sera le même quand leur ordre arrivera sur le marché. Pour passer un ordre, il faut désormais choisir entre la rapidité d'exécution et le moindre coût (Biais et Foucault, 2010 ; Jovanovic et Mankveld, 2010 ; Lehalle et 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 devrait 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 conséquences économiques de la directive MIF soient encore plus délétères que ses effets financiers. Les MTF opèrent bien souvent à perte, subventionnés par les institutions qui leur adressent des ordres et qui sont en même temps leurs principaux actionnaires. Ces institutions 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 MTF<sup>6</sup>. Les grandes banques sont ainsi arrivées à leur fin : intégrer et, à défaut, contrôler tous les profits récurrents d'intermédiation. C'est leur domination sur le système financier que scelle la directive MIF<sup>7</sup>.

Pour se défendre, les marchés réglementés se concentrent, eux aussi, sur leurs clients qui génèrent le plus de volume de transactions, quand bien même ces derniers 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, ces marchés acquièrent des systèmes multilatéraux de négociation ou développent des *dark pools*, brouillant un peu plus les limites entre marchés réglementés et dispositifs opaques de négociation<sup>8</sup>. Certains de ces marchés 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 moindre<sup>9</sup>.

### LES LEÇONS OUBLIÉES DE L'HISTOIRE FINANCIÈRE

L'histoire financière enseigne que la régulation des marchés et la publicité des échanges ne contredisent pas l'essor des activités financières. Braudel (1979 et 1988) avait déjà magistralement démontré comment la tension entre les dispositifs d'échanges publics et opaques est inhérente au capitalisme. 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 aux autres 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 clés 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.

Outre-Atlantique, tout en gardant une position dominante, le New York Stock Exchange (NYSE) - une organisation mutualiste aux règles strictes - subissait une forte concurrence de la part de marchés moins réglementés pendant le *boom* des années 1920. Le développement du téléphone donnait 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, Netter et Overdahl 1991 ; White, 2008). Le gros du négoce obligataire déserta le NYSE pour le gré à gré dans les années 1940, sous l'impulsion des investisseurs institutionnels. Pourtant, l'accroissement des coûts de transaction et l'opacité accrue des opérations allaient convaincre les émetteurs et les investisseurs de taille moindre de continuer à opérer sur la principale Bourse newyorkaise (Biais et Green, 2005).

Dans l'Italie giolittienne (1892-1914), après la mise en réseaux des Bourses par le télégraphe et le téléphone, les activités financières croissaient à la Bourse de Milan, plutôt réglementée, et à celle 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 dominait la Bourse de Milan qui affichait 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, aura limité pour longtemps les activités financières qui resteront confinées à Milan (Riva, 2005 et 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, le cas français, en revanche, illustre combien la dualité complémentaire entre les 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 du développement financier qui s'amorce sous le second Empire pour s'achever dans les années 1930 - Paris est avant 1914 le deuxième marché mondial après Londres - correspond une structure de marché duale ; cette organisation explique largement la performance du marché parisien à la Belle Époque, dans un contexte pourtant très concurrentiel de liberté des mouvements de capitaux (Hautcoeur et Riva, 2007).

La place financière de Paris était alors bâtie autour de deux marchés fort différents : le Parquet et la Coulisse. Le Parquet, marché réglementé géré par la Compagnie des agents de change (CAC), était une corporation de 60 officiers ministériels (70 après 1898) bénéficiant d'un monopole légal sur les transactions. Ces intermédiaires purs étaient responsables, sans limites 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 de l'un d'entre eux<sup>10</sup>. Pour gérer les risques que créait le volume élevé des opérations dérivées<sup>11</sup>, 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 de strictes règles d'échange et d'admission à la cote et un contrôle serré de l'activité de ses membres, la CAC put non seulement stabiliser



le marché en réduisant la probabilité de défaut des agents et la volatilité des prix (Riva et White, 2010), mais aussi légitimer ces opérations auprès des investisseurs, des juges et des législateurs (Lagneau-Ymonet et Riva, 2010a). La CAC avait aussi mis au point dès le début du XIX<sup>ème</sup> siècle un système de règlement-livraison efficace en étroite collaboration avec la Banque de France, laquelle a pu en conséquence secourir la CAC lorsque ses liquidités s'avéraient, malgré tout, insuffisantes pour soutenir le marché (Riva et White, 2010).

À l'opposé, la Coulisse était un marché faiblement organisé, longtemps illégal, mais *de facto* toléré, voire protégé par les Pouvoirs publics qui y avaient régulièrement recours pour placer les emprunts d'État. 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* ; leurs prix 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 avant le début du XX<sup>ème</sup> siècle. Les investisseurs ne bénéficiaient comme garantie que des maigres capitaux des coulissiers (Hautcoeur et Riva, 2007).

Ces différences radicales entre les deux marchés expliquent 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 la supériorité de leur information. Pour ce qui est des valeurs échangées, la Coulisse 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<sup>ème</sup> siècle : les titres publics français et étrangers (Vidal, 1904). Pour ce qui relève de la sociologie des clients, les investisseurs individuels envoyaient essentiellement leurs ordres au Parquet, alors que les professionnels partageaient leurs ordres entre les deux marchés (Hautcoeur et 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 Coulisse : 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 de 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'un tiers à deux tiers (Hautcoeur, Rezaee et 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 Coulisse comme marché dominant au sens informationnel, une position qui s'explique par les réseaux d'informations des coulissiers et par le négoce de blocs pratiqué par les opérateurs bancaires. Cependant, il n'est pas certain que la structure de marché résultant de la réforme de 1893 ait favorisé le développement durable du marché financier. À court terme, elle favorisa probablement la bulle spéculative sur les titres des mines d'or, qui s'acheva par le *krach* de la fin de l'année 1895. Après cet épisode, le volume total des négociations sur la place de Paris stagna jusqu'à la réforme de 1898. En revanche, cette dernière permit une réduction significative des coûts de transaction : les *spreads* baissèrent sur les deux marchés et les agents de change acceptèrent une diminution de leurs commissions en échange du rétablissement du monopole. Les opérateurs pouvaient toujours négocier à la Coulisse, mais celle-ci n'avait plus la préséance (Hautcoeur, Rezaee et Riva, 2010).

Surtout - et contrairement aux prévisions apocalyptiques des Cassandre bancaires -, la réforme de 1898 ne provoqua pas le déclin du centre financier parisien, qui prospéra jusqu'à la guerre. Au contraire, cette réforme le stabilisa durablement : quand la crise de 1907 ravagea les Bourses de Londres et de New York, elle ne fit qu'effleurer la Bourse de Paris (Hautcoeur, 1994 ; Hautcoeur et Gallais-Hamonno, 2007 ; Hautcoeur, Rezaee et Riva, 2010).

Ces exemples indiquent ce que le développement ordonné des activités financières doit à la dualité complémentaire entre Bourses réglementées et 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 n'ont 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 crise récente nous l'a rappelé avec fracas.

Si les deux guerres mondiales et la Grande Dépression ont pu faire oublier ces risques en faisant passer le secteur financier sous le contrôle strict des Pouvoirs publics (Rajan et Zingales, 2003), on assiste, depuis les années 1960, à la résurgence d'opérations financières transnationales réalisées en marge des Bourses historiques et des réglementations nationales. 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 et Collins, 2005 ; Bussière, 2005 ; Schenk, 1998 et 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 de financement non inflationnistes qu'en France comme ailleurs, les gouvernements successifs depuis la fin des années 1970 ont conçu et mis en œuvre la dérégulation financière (de Boissieu, 1998 ; Hautcoeur, 1996 ; Pérouse, 1980) : elle devait faciliter la levée directe de capitaux par les entreprises et, surtout, permettre aux États de se financer par le biais d'un marché liquide, et donc attractif 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 (Jakko, 2006 ; Posner, 2009).

307

Cette dynamique incrémentale (Streck et Thelen, 2005) a non seulement soutenu l'accroissement des transactions sur les marchés financiers transnationaux et privés, mais aussi 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 (de Larminat, 2010 ; Lagneau-Ymonet, 2009 ; Lagneau-Ymonet et Riva, 2010b ; Riva, 2007). Depuis le *big bang* de Londres en 1986, les principales Bourses européennes ont connu un processus de démutualisation (Michie, 2009). 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 les intermédiaires et les Bourses<sup>12</sup>. L'introduction en Bourse devait aussi permettre de collecter les capitaux dont les Bourses avaient besoin pour leurs investissements technologiques (Ansidei, 2001 ; Ramos 2003 et 2006). Selon ce schéma, la concurrence entre les Bourses démutualisées et les dispositifs d'échanges 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 avenir envisageables à la privatisation des transactions et des dispositifs d'échanges boursiers comme si elle assurait, mieux qu'une architecture fondée sur des Bourses mutualistes, la liquidité dont l'économie aurait besoin (Lagneau-Ymonet et Riva, 2010b).

La directive MIF a parachevé la dynamique pluridécennale 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 Frankfort. Au modèle de marché walrasien organisé selon un arrangement institutionnel de type durkheimien, la directive MIF substitue donc un arrangement williamsonien (Streck, 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 MARCHÉS FINANCIERS*

En nous fondant sur les acquis de l'histoire financière, nous proposons d'ajouter au statut de marché réglementé 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'informations de prénégoiation 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 sociétés, ainsi qu'à en assurer la transmission aux régulateurs<sup>13</sup>. 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 multicotation des mêmes titres sur plusieurs marchés réglementés n'est pas développée au point de rendre inenvisageables des formes de coopération entre ces derniers<sup>14</sup>.

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 États-Unis<sup>15</sup>, cette architecture aurait l'avantage de ne pas réduire la *best execution* au repérage du meilleur prix : les opérateurs pourraient prendre en considération les différences de coûts induites par les tarifications des diverses plates-formes et par la fragmentation du postmarché européen<sup>16</sup>. Idéalement, ce procédé 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 contiendrait ainsi 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'infraction, 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 européenne, les liens entre régulateurs et marchés réglementés que la privatisation a mis à mal. 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 aussi 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 »<sup>17</sup>. 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 variés (Commission européenne, 2004 ; Lee, 2010). 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 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 États, les Pouvoirs publics ne doivent pas se priver d'une occasion pour revenir sur la privatisation néfaste des transactions et des dispositifs d'échanges boursiers.

## NOTES

1. Proposition de directive du Parlement et du Conseil européens concernant les services d'investissement et les marchés réglementés et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil européen, ainsi que les directives 2000/12/CE du Parlement et du Conseil européens (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 - *multilateral trading facilities*) sont exploités par un prestataire de services d'investissement ou un opérateur de marché réglementé. Ils permettent de réaliser des transactions sur des titres de sociétés inscrits à la cote de ce marché dans des conditions moins contraignantes de contrôle et de publicité des termes de l'échange. Les internalisateurs sont des banques qui appariant les ordres de leurs clients sans les présenter sur aucun marché.
3. Les *dark pools* sont des MTF qui profitent des exceptions à la transparence de prénégociations prévues par la directive MIF et des exemptions octroyées 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'échanges mis en place par des banques pour appareiller automatiquement des ordres, sans aucune contrainte de publicité.
5. La FESE (Federation of European Stock Exchanges) (2009) enregistre une augmentation des *spreads* à la suite de la mise en place de la MIF. Le CESR (2009) met en avant que des marchés réglementés ont constaté une hausse de leurs *spreads* sur les titres les plus liquides depuis la fin de l'année 2007, un constat qui serait partagé par de nombreux intermédiaires et indépendants de la crise. En sens inverse, le CFA Institute (2009) observe pour 44 actions européennes majeures une extrême volatilité des *spreads*, sans lien avec le degré de fragmentation. Il souligne une forte baisse des *spreads* au Royaume-Uni, alors que le London Stock Exchange se plaint du contraire. D'autres études montrent la stabilité de l'efficacité du marché (Riordan, Storkenmaier et Wagener, 2010) ou une amélioration de la liquidité après l'entrée en vigueur de la directive MIF (Gresse, 2010 ; Lutat et Chlistalla, 2009), mais éventuellement pour d'autres raisons que sa mise en œuvre (Lehalle et Burgot, 2010).
6. Il s'agit d'un nouveau système de tarification mis en œuvre par nombre de dispositifs alternatifs et qui consiste à rémunérer les donneurs d'ordres qui apportent la liquidité et à se faire rémunérer par ceux qui en consomment. Aux États-Unis, cette logique a abouti à chiffrer le délit d'initié : avec les *flash orders*, on paie pour voir. En payant une surcommission au dispositif d'échanges, un opérateur voit, avant ses concurrents et pour quelques millisecondes, les ordres affichés.
7. 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 les équipes londoniennes de la Deutsche Bank font le gros de son activité de marché), génèrent environ les trois quarts des transactions (AMAFI, 2010).
8. Par ailleurs, les MTF créent des *pools* de liquidité uniques qui mêlent leurs *dark pools* à leur carnet d'ordres. Si l'on allonge un café avec de l'eau, celle-ci perd sa transparence (et le café n'a plus de goût) : autrement dit, le mélange de transactions opaques et transparentes rend également 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. Néanmoins, cette dernière décroît à mesure que ces opérateurs développent eux aussi des dispositifs opaques de négociation.

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

11. Le Parquet négociait les opérations dérivées pour un montant d'environ trois fois le PIB avant la Première Guerre mondiale.

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 commissions, des investissements à consentir ou de 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.

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 différents et opposés de marchés. C'est pourquoi, la directive MIF révisée ne devrait pas autoriser l'existence de *dark pools* et de *crossing networks*. Pour contenir l'extension du gré à gré, on pourrait imaginer des ratios « à la Bâle » rapportant les volumes des transactions exécutées de gré à gré aux volumes effectués sur les marchés réglementés. Ces ratios 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 ratios. 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).

312

15. Aux États-Unis, 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.

17. Voir le site : [http://europa.eu/legislation\\_summaries/competition/state\\_aid/l23013\\_fr.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/l23013_fr.htm).

## BIBLIOGRAPHIE

ADAM (Association de défense des actionnaires minoritaires) (2010), Contribution au *Rapport sur la révision de la directive MIF* du groupe de travail de l'AMF présidé par Jean-Pierre Pinatton et Olivier Poupart-Lafarge.

AMAFI (Association française des marchés financiers) (2010), « Révision de la directive MIF », *Position paper*, 7 janvier.

AMF (Autorité des marchés financiers) (2010), *Rapport sur la révision de la directive MIF*, groupe de travail présidé par Jean-Pierre Pinatton et Olivier Poupart-Lafarge, 11 juin.

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

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



- BIAS B. et FOUCAULT T. (2010), « Trading algorithmique, ordres à cours limités, liquidité et formation des prix », article présenté au colloque 2010 du Conseil scientifique de l'AMF, Paris.
- BIAS B. et GREEN R. (2005), « The Microstructure of the Bonds Market in the 20th Century », Institut d'économie industrielle (IDEI), *Working Paper*.
- BRAUDEL F. (1979), « Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XV<sup>ème</sup>-XVIII<sup>ème</sup> siècle », in *Les jeux de l'échange*, tome II, Armand Colin.
- BRAUDEL F. (1988), *La dynamique du capitalisme*, Flammarion.
- BUSSIÈRE E. (2005), « French Banks and the Eurobond Issue Market during the 1960s », in *London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century*, Cassis Y. et Bussière E. (dir.), Oxford University Press.
- CESR (Comité européen des régulateurs boursiers) (2009), *Impact of MiFID on Equity Secondary Markets Functioning*, rapport du 10 juin.
- CFA INSTITUTE (2009), *Market Microstructure. The Impact of Fragmentation under MiFID*.
- COLLARD F. et 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.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2004), *Livre blanc sur les services d'intérêt général*, communication au Parlement européen, au Conseil européen, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, COM (2004) 374 finals, Bruxelles, 12 mai.
- DE BOISSIEU C. (1998), « Les enjeux économiques, sociaux et financiers de la période 1984-1993 », in *Pierre Bérégovoy. Une volonté de réforme au service de l'économie 1984-1993*, Comité pour l'histoire économique et financière (CHEFF).
- DE LARMINAT P. (2010), *La Bourse de Max Weber*, Allia.
- DEGRYSE H. (2010), « Internalisation, traitement postmarché et liquidité des marchés d'actions », article présenté au colloque 2010 du Conseil scientifique de l'AMF.
- FEIERTAG O. (2001), « Finances publiques, 'mur d'argent' et genèse de la libéralisation financière en France de 1981 à 1984 », in *Les années Mitterrand, les années du changement (1981-1984)*, Perrin.
- FEIERTAG O. (2005), « The International Opening-Up of the Paris Bourse : Overdraft Economy Curbs and Market Dynamics », in *London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century*, Cassis Y. et Bussière E. (dir.), Oxford University Press.
- FERDERER P. J. (2008), « Advances in Communication Technology and Growth of the American Over-the-Counter Markets, 1876-1929 », *Journal of Economic History*, vol. 68, n° 2, pp. 501-534.
- FESE (Federation of European Stock Exchanges) (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*.
- 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.
- HAUTCOEUR P.-C. (1994), *Le marché boursier et le financement des entreprises françaises, 1890-1939*, université Paris I, thèse de doctorat.
- HAUTCOEUR P.-C. (1996), « Le marché financier français de 1945 à nos jours », *Risques*, vol. 25, janvier- mars, pp. 135-151.
- HAUTCOEUR P.-C. et GALLAIS-HAMONNO G. (2007), *Le marché financier français au XIX<sup>ème</sup> siècle*, 2 volumes, publications de la Sorbonne.
- HAUTCOEUR P.-C. et RIVA A. (2007), « The Paris Financial Market in the XIX Century : an Efficient MultiPolar Organization ? », Paris School of Economics, *Working Paper*, n° 31.
- HAUTCOEUR P.-C., REZAEI A. et 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, Paris. Disponible sur le site : [www.amf-france.org/documents/general/9415\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9415_1.pdf).
- JOVANOVIC B. et 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*, École des hautes études en sciences sociales (EHESS), thèse de doctorat.
- LAGNEAU-YMONET P. et RIVA A. (2010a), « Les opérations à terme à la Bourse de Paris », in *Le capitalisme au futur antérieur. Crédit et spéculation en France, fin XVIII<sup>ème</sup>-début XX<sup>ème</sup> siècle*, Levratto N. et Stanziani A. (dir.), Bruylant.
- LAGNEAU-YMONET P. et RIVA A. (2010b), *La privatisation d'un étrange bien public : la Bourse de Paris dans les années 1980*, Genèses, septembre.
- LEE R. (2010), *The Governance of Financial Market Infrastructure*, Oxford Finance Group, rapport, janvier.
- LEHALLE C.-A. et BURGOT R. (2010), *Navigating Liquidity 4*, Chevreux (Crédit agricole group), avril.
- LORDON F. (1997), *Les quadratures de la politique économique*, Albin Michel.
- LUTAT M. et CHLISTALLA M. (2009), « Liquidity in Times of Competition - Evidence from the European Stock Market », contribution à la 13<sup>ème</sup> conférence du PACIS (Pacific Asia Conference on Information Systems).
- 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., NETTER J. M. et OVERDAHL J. A. (1991), « Prices Are Property : the Organization of Financial Exchanges from a Transaction Costs Perspective », *Journal of Law and Economics*, vol. 34, n° 2, pp. 591-644.
- PÉROUSE M. (1980), *La modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation du marché des valeurs mobilières*, La Documentation française.
- PETRELLA G. (2009), « MiFID, Reg NMS and Competition across Trading Venues in Europe and United States », Social Science Research Network (SSRN), *Working Paper*.
- POSNER E. (2009), *The Origins of Europe's New Stock Markets*, Harvard University Press.
- RAJAN R. et ZINGALES L. (2003), « The Great Reversal : the Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 1, pp. 5-50.
- RAMOS S. (2003), « Competition between Stock Exchanges : a Survey », FAME (International Center for Financial Asset Management and Engineering), *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 Conférence 2008, Paris.
- RIORDAN R., STORKENMAIER A. et WAGENER M. (2010), « Fragmentation, Competition and Market Quality : a Post-MiFID Analysis », Social Science Research Network (SSRN), *Working Paper*.
- RIVA A. (2005), *Compétition entre places financières : les Bourses de Milan et de Gènes à l'époque giolittienne, 1895-1913*, université d'Orléans, thèse de doctorat.
- RIVA A. (2007), « Les grandes Bourses italiennes à l'époque giolittienne », *Entreprises et histoire*, vol. 4.
- RIVA A. et WHITE E. N. (2010), « Danger on the Exchange : How Counterparty Risk Was Managed on the Paris Bourse in the Nineteenth Century », National Bureau of Economic Research (NBER), *Working Paper*, 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 », in *London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century*, Cassis Y. et Bussière E. (dir.), Oxford University Press.

STORKENMAIER A. et WAGENER M. (2010), « Research on Competition and Regulation in European Equities Trading : an Executive Summary », School of Economics and Business Engineering - Karlsruhe Institute of Technology, *Working Paper*.

STREECK W. (2009), « Institutions in History. Bringing Capitalism Back In », MPIfG, *Discussion Paper*, n° 09/8.

STREECK W. et THELEN K. A. (2005), *Beyond Continuity. Institutional Change in Advanced Political Economy*, Oxford University Press.

VIDAL E. (1904), *Traité des opérations de Bourse*, Garnier.

WHITE E. N. (2008), « Competition among the Exchanges before the SEC : Was the NYSE a Natural Egeomon ? », article présenté à la conférence intitulée « Les place financières comme pôles de compétitivité », université Paris Ouest La Défense.

