L'information boursière comme bien public. Enjeux et perspectives de la révision de la directive européenne « Marchés d'instruments financiers »

Pierre-Cyrille Hautcœur (École des hautes études en sciences sociales, École d'économie de Paris, hautcoeur@pse.ens.fr)

Paul Lagneau-Ymonet (Université Paris-Dauphine, IRISSO, paul.lagneau-ymonet@dauphine.fr)

Angelo Riva (European Business School, IDHE Paris-Ouest-La Défense, angeloriva@ebs-paris.com)

Résumé

Depuis le déclenchement 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 conduit à une concurrence telle sur le marché des marchés financiers qu'elle a fragmenté la liquidité et accentué la privatisation des dispositifs d'échange et des transactions. 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 authorities since the outbreak of the current crisis. However, speculative opportunities like the risks incurred also 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 has 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, à l'été 2007, aux Etats-Unis, a contraint des gouvernements acquis à l'économie de marchés dérégulés de 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. Passée l'urgence, on allait remettre à l'endroit la finance et les institutions du crédit : la monnaie, les banques et les marchés.

Les G20 de 2009 n'ont pourtant pas accouché du Bretton Woods que certains appelaient de leurs vœux, et la guerre des changes menace. 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 capitaliste moins faible au regard des risques encourus. Quant à l'encadrement des bonus, on peut d'ores et déjà affirmer qu'il n'a pas contenu l'*auri sacra fames* des professionnels. En réaction, le Président des Etats-Unis envisage désormais la partition des opérations de négoce pour compte propre et des activités d'intermédiation bancaire et boursière.

Jusqu'à présent, l'organisation des transactions boursières n'a pas bénéficié de semblables velléités réformatrices de la part des autorités publiques. Pourtant, les risques encourus par les institutions financières dépendent aussi de l'organisation des marchés sur lesquels leurs professionnels opèrent. C'est pourquoi, la prochaine révision de la directive « Marchés d'instruments financiers » (MIF), entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, constitue un enjeu considérable pour celles et ceux qui prétendent refonder la régulation financière et raffermir la stabilité du système financier mondialisé.

LE CHANGEMENT INSTITUTIONNEL DANS LA LONGUE DUREE

Depuis la résurgence, dans les années 1960, d'opérations financières transnationales réalisées en marges des bourses historiques, l'affirmation de marchés privés et opaques, au détriment des bourses organisées formellement, publiques ou réglementées, ne cesse de s'accroître. Fernand Braudel avait déjà magistralement démontré comment la tension entre ces deux types de dispositifs est, en fait, inhérente au capitalisme (Braudel 1988 ; 1979). On pourrait même considérer la domination des marchés privés sur les marchés publics comme

un indicateur pertinent de la financiarisation de l'économie et de la domination des principaux opérateurs financiers.

En Europe, l'essor, dès les années 1960, des euromarchés a d'abord affecté les systèmes financiers nationaux, ordonnés, depuis la deuxième guerre mondiale par de stricts contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux (Baker & Collins 2005 ; Schenk 2005 ; 1998 ; Helleiner 1994). 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 ; Pérouse 1980) : elle devait faciliter la levée directe de capitaux par les entreprises et surtout permettre aux administrations 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. En effet, les plus grands opérateurs financiers ont toujours intérêt à faire accroire que des marchés financiers opaques et peu surveillés (c'est-à-dire « autorégulés ») sont plus efficaces parce qu'ils permettraient d'abaisser les coûts de transaction. En réalité, ils promeuvent surtout ces dispositifs parce qu'ils leur permettent de profiter à plein des asymétries informationnelles (« *position visée, position perdue* » rappelle d'ailleurs un vieux dicton boursier). Par-delà ces intérêts matériels et leurs justifications organiques, il faut bien voir que 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 ; Riva 2007, Riva 2005). 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 multipliait à mesure que la concurrence internationale, les dérégulations nationales et la technologie mettaient à mal les anciens arrangements de place entre intermédiaires et bourse¹. L'introduction en bourse devait aussi permettre de collecter les 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 celles produites par des bourses mutualistes et ainsi produire un « authentique » système financier fondé sur les marchés.

La directive européenne « Marchés d'instruments financiers » (MIF), en vigueur depuis le mois de septembre 2007, a parachevé la dynamique pluri-décennale de privatisation des échanges et des marchés boursiers. Elle permet en effet la création de dispositifs d'exécution des ordres boursiers concurrents des bourses réglementées. 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, notoirement omniprésent dans le travail de la Commission européenne, permet en outre d'éviter les

¹ 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 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.

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 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). Ainsi, de lieux de la concurrence publique, les marchés sont devenus des acteurs privatisés de la concurrence privée.

LES OBJECTIFS DE LA DIRECTIVE MIF

La directive MIF promettait rien moins qu'« *une infrastructure de négociation efficace, transparente, intégrée* » en Europe². 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 exceptions³) leur exécution sur un marché réglementé. Non seulement, il concentrait la liquidité, mais il 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 de ce modèle classique, formalisé par Walras (1898) qui en déduit d'ailleurs la légitimité politique des marchés, 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)⁴, 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 améliorer le processus de découverte des prix et contribuer à l'intégrité des marchés. Cette transparence allait permettre la *best execution*, c'est-à-dire la garantie aux clients du meilleur prix, du moindre coût et de la plus forte probabilité

² 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.

³ L'investisseur avait toujours la possibilité de demander que sa transaction fût exécutée hors d'un marché réglementé, de gré à gré (AMAFI 2010, p. 4).

⁴ 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 appariaient les ordres de leurs clients, sans les présenter sur aucun marché.

d'exécution de leurs ordres. *Last but not least*, l'architecture concurrentielle et transparente instaurée par la directive devait favoriser l'intégration du marché financier européen, morcelé par les clivages hérités des histoires financières particulières des pays membres de l'Union.

LES CONSEQUENCES DE LA DIRECTIVE MIF

Les premières évaluations publiées par des organismes aussi peu suspects d'anticapitalisme financier que le Comité européen des régulateurs boursiers (CESR 2009) ou l'Association française des marchés financiers (AMAFI 2010) révèlent bien des déceptions. D'abord, aux côtés des MTF et des internalisateurs, se sont multipliés, dans les interstices réglementaires offerts par la directive, des *dark pools*⁵ et des *crossing-networks*⁶ qu'il est difficile de distinguer du gré à gré (OTC pour *over the counter*). Ensuite, s'il est vrai que la concurrence a fait baisser les commissions payées par les intermédiaires financiers collecteurs/générateurs d'ordres, rien n'indique que la baisse bénéficie aussi aux clients finaux, investisseurs institutionnels et, *a fortiori*, investisseurs particuliers. 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 que le coût moyen de réalisation d'une transaction a, lui, *augmenté* de 12% (AMAFI 2010, p. 15). En effet, la fragmentation de la liquidité et de l'information induite par la concurrence entre les différents dispositifs d'exécution des ordres exige des investissements informatiques de taille pour reconstituer l'information indispensable au commerce des titres. Au-delà de ces coûts d'équipement, la reconstitution et le traitement des informations éparpillées s'avèrent onéreux. De plus, la fragmentation de la liquidité implique une diminution de la taille moyenne des transactions (CESR 2009, p. 8). Dès lors, la passation d'ordres de taille importante oblige à les diviser pour les exécuter sur plusieurs dispositifs de négociation, ce qui induit le paiement d'autant de commissions.

Les études contradictoires sur les effets de la directive sur les *spreads* (écarts entre les prix offerts et demandés pour un même titre, mesure classique de sa liquidité) témoignent sans doute de la difficulté de démêler les effets de la crise de ceux de la directive MIF. Elles indiquent surtout, par-delà les différends académiques au sujet des techniques économétriques

⁵ 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.

⁶ Les *crossing networks* sont des dispositifs d'échange mis en place par des banques pour appareiller automatiquement des ordres, sans aucune contrainte de publicité.

les plus appropriées, l'absence de données fiables pour mener les tests⁷. Or cette absence de séries statistiques révèle la principale faiblesse de la directive MIF : c'est en effet dans le domaine de la transparence des opérations que ses effets sont les plus graves. La fragmentation de la liquidité entre des dispositifs de négociation concurrents et toujours plus opaques a non seulement dispersé mais aussi considérablement détérioré les informations de marché disponibles. Cette désagrégation n'a été que partiellement compensée par les données payantes que proposent un nombre restreint de fournisseurs d'informations financières. Surtout, ces entreprises ne réalisent aucune surveillance ni alerte auprès des régulateurs sur les transactions dont ils diffusent les termes à leurs clients. Dans ces conditions, la *best execution* ne peut être qu'une chimère. La directive MIF prévoyait bien un système de *reporting* entre régulateurs par le biais du réseau informatique TREM (*Transaction Reporting Exchange Mechanism*). Pourtant, ce dispositif d'échange d'informations ne concerne que les opérations passées et son fonctionnement actuel le rend à peu près inefficace pour les régulateurs (AMAFI 2010, p. 9).

En fait, seuls les grands opérateurs internationaux, notamment ceux qui opèrent pour leur compte propre, ont pu consentir les dépenses d'investissement informatique et tirer leur épingle du jeu. Ils tirent désormais profit des avantages informationnels que leur procurent ces investissements. Les bénéfices ainsi générés constituent pourtant à l'échelle du système financier l'équivalent structurel des délits d'initiés que l'on observe (et parfois sanctionne) au niveau des entreprises. Pour les autres intermédiaires (sans même parler de leurs clients), l'accroissement drastique des investissements et des coûts de traitement des informations surpasse la baisse nominale des commissions de négociation. C'est d'ailleurs à l'aune de ces différences qu'il faudrait interpréter les résultats contradictoires des études sur l'évolution des *spreads*. Si un opérateur est à même de soutenir les investissements nécessaires pour balayer l'ensemble des marchés, alors il peut avoir accès à des prix auxquels d'autres, moins dotés en capital, n'ont pas accès. En fait, il se pourrait bien que la taille des *spreads* observés soit

⁷ 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, p. 7). Le CESR met en avant que des marchés réglementés ont constaté une hausse de leurs *spreads* sur les titres les plus liquides depuis la fin de 2007. Toujours selon le CESR, cette conclusion est partagée par de nombreux intermédiaires. Quant aux effets de la crise, même la faillite de Lehman Brothers ne semble pas avoir renforcé, à la Bourse de Londres, cette tendance à l'augmentation des *spreads*, tendance plutôt régulière depuis l'entrée en vigueur de la MIF (CESR 2009, p. 18-19). D'autre part, une étude du CFA Institute portant sur 44 actions de sociétés européennes incluses dans l'indice américain Dow Jones Stoxx 50 montre une extrême volatilité de leurs *spreads*, mais ne trouve pas de corrélation significative entre le degré de fragmentation et l'évolution des *spreads* (CFA Institute, 2009). Pourtant, cette même étude souligne une baisse particulièrement forte des *spreads* au Royaume Uni (CFA Institute, 2009, p. 41), lorsque le London Stock Exchange se plaint du contraire.

négativement corrélée aux ressources des opérateurs qui observent ces fourchettes de prix. L'une des conséquences probables de la directive MIF pourrait donc bien être la concentration accrue, si cela est encore possible après les fusions d'après crise, 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* »)⁸. Pour caractériser les profits que ces mastodontes tirent de l'assurance que la collectivité est forcée de leur consentir, on pourrait d'ailleurs forger un néologisme à la mesure de leur démesure : « l'abus de position systémique ».

Sur le marché de l'intermédiation boursière, la lutte est 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 cotation des petites et moyennes capitalisations qui, puisque peu ou pas rentables, restent le lot des marchés réglementés. Les MTF opèrent bien souvent à perte, en subventionnant les clients qui leur adressent des ordres et qui sont en même temps leurs principaux actionnaires. Ces derniers y trouvent leur compte puisque ce qu'ils n'encaissent pas sous la forme de dividendes, ils l'économisent par la réduction des commissions voire par la rémunération des ordres qu'ils passent sur leurs MTF⁹. Les grandes banques sont ainsi arrivées à leur fin : intégrer, et à défaut, contrôler tous les profits récurrents d'intermédiation.

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

⁸ 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, p. 14).

⁹ 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.

réglementés et dispositifs opaques de négociation¹⁰. 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 moindre¹¹.

En vue de la prochaine révision de la directive MIF, la ministre des Finances, Christine Lagarde, avait mandaté Pierre Fleuriot, le président du Crédit Suisse en France, pour définir la position commune de la place financière de Paris. Malheureusement, le rapport qu'il a rendu le 17 février exprime davantage des compromis techniques entre intérêts divergents qu'une réflexion sur les principes mêmes de la directive. La principale recommandation consiste à renforcer le très déficient système TREM de consolidation des informations post-négociation. En revanche, le rapport considère comme un problème de second ordre la question pourtant cruciale de l'information *pré*-négociation. Par conséquent, s'en tenir aux préconisations du « prudent »¹² rapport Fleuriot, c'est conforter l'accès inégalitaire aux marchés et à l'information qui caractérise le paysage boursier actuellement, ce qui revient en fait à abandonner le principe ordonnateur du caractère public de l'information boursière et de son accès formellement égalitaire. Pareil abandon fait fi de la crise financière et se révèle incompatible avec l'objectif de « refondation de la réglementation financière » que la ministre Christine Lagarde avait pourtant fixé dans sa lettre de mission au banquier Pierre Fleuriot.

LES LECONS OUBLIEES DE L'HISTOIRE FINANCIERE

La *doxa* actuelle borne l'univers des avenir 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. Pourtant, l'histoire financière enseigne que la régulation des marchés et la publicité des échanges ne sont pas contradictoires avec l'essor des activités financières. Sans doute,

¹⁰ 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. Cette métaphore doit bien faire comprendre que le mélange de transactions opaques et transparentes ne peut que rendre opaques celles qui ne l'étaient pas.

¹¹ Cette orientation stratégique repose sur l'idée contestable que le statut de marché réglementé n'induirait que des coûts pour les opérateurs de marché(s) réglementé(s) 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. Cela dit, il est incontestable que l'efficacité de cette ressource décroît à mesure que les opérateurs des marché(s) réglementé(s) développent eux aussi des dispositifs opaques de négociation.

¹² M. RN., « Le « prudent » rapport sur la MIF est bien accueilli par la place », *Les Echos*, 19-20 février 2010.

l'hétérogénéité des dispositifs de négociation favorise-t-elle un développement plus intense des marchés financiers qu'une bourse unique. Cependant, le maintien de l'équilibre entre transactions opaques et transparentes limite cette hétérogénéité : quand les premières prennent le pas sur les secondes, c'est l'ensemble des marchés financiers qui souffre d'un « excès d'échanges » (Minsky 1982, 1975). Si les plus gros opérateurs financiers profitent sans aucun doute de ce déséquilibre, l'« excès d'échange » met en danger la stabilité du système financier, au détriment de tous les agents financiers et, plus grave encore, de la société dans son ensemble (Kindleberger 1986). En revanche, la stricte dualité complémentaire entre des marchés de gré à gré confinés aux négociations de blocs entre professionnels et les marchés publics et réglementés 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 correspond une structure de marché duale. A la bourse, les agents de change, soumis à une stricte tutelle ministérielle, assurent des coûts de transaction faibles, l'exécution certaine des opérations et la publicité de la cote officielle, tandis que la coulisse, non réglementée, offre à quelques riches opérateurs davantage de possibilités de spéculer, mais dans des conditions beaucoup plus risquées que sur le marché officiel (Hautcoeur, Rezaee & Riva 2010 ; Lagneau-Ymonet & Riva 2010 ; Hautcoeur & Gallais-Hamonno 2007 ; Hautcoeur-Riva, 2007).

En Italie, on retrouve cette partition entre les bourses de Milan et Gênes. A l'époque giolittienne (1892-1914), les marchés financiers connaissent un développement prometteur autour de la bourse de Milan, proche du Parquet parisien, et de la bourse de Gênes, proche de la Coulisse. C'est la domination de la seconde sur la première qui explique la violence de la crise boursière de 1907, tandis que l'imposition, par la loi de 1913, du modèle milanais à toutes les bourses italiennes limitera pour longtemps les activités de marché dans la péninsule (Riva 2005, 2007).

Le cas italien rappelle que l'articulation adéquate entre bourse et marché de gré à gré est aussi nécessaire que difficile à trouver. Outre-Atlantique, le gros du négoce obligataire quitte le New York Stock Exchange pour le gré à gré dans les années 1940, sous l'impulsion des investisseurs institutionnels qui dominent alors 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 au *Big Board* (Biais & Green, 2010).

Ces exemples historiques rappellent donc 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 la prochaine crise. C'est pourquoi il faut absolument refuser la convergence actuelle vers des dispositifs de négociation toujours plus privatisés. La révision de la directive MIF doit ainsi être l'occasion de ramener les marchés réglementés au centre de l'architecture boursière européenne.

RESTAURER LA DIMENSION PUBLIQUE DES MARCHES FINANCIERS

L'enjeu central de la révision de la directive MIF réside dans la réorganisation de l'intermédiation boursière. Au statut de marché réglementé, on devrait adjoindre 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 de gré à gré où se négocient les titres de ces 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. Enfin, ils seraient incités à faire appliquer strictement la régulation par le souci même de maintenir leur propre position.

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, p. 7).

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.

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. Cela faciliterait aussi la surveillance des opérations et notamment la détection des abus de marché qui, aujourd'hui, se font notamment par la manipulation, à la milliseconde près, des cours d'un même titre coté sur des systèmes de négociation, dont les obligations de surveillance ainsi que les ressources allouées à cette fonction sont très en deçà de celles des marchés réglementés. Puisque la disponibilité de ces informations et ses effets sur la concurrence 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.

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

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.

« 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.

CONCLUSION

La proposition que nous avons esquissée fournit des éléments de solution à certains des problèmes induits par l'entrée en vigueur de la directive MIF alors que la crise financière grondait déjà. La mutualisation des coûts *au prorata* des volumes échangés abaisserait le coût total d'exécution des ordres tout en conservant une certaine hétérogénéité institutionnelle parmi les dispositifs de négociation boursière. Cela permettrait aussi de préserver des intermédiaires de dimensions variées et donc de contenir le gigantisme d'institutions déjà trop grosses pour ne pas être incontrôlables. La surveillance des opérations, quelle que soit la modalité d'exécution des ordres, serait rendue plus facile par la concentration et la mise à disposition de toutes les informations disponibles sur les transactions des titres inscrits aux cotes des bourses européennes. Cela contribuerait à raffermir, à l'échelle communautaire comme dans chaque place financière de l'Union, les liens entre régulateurs et marchés réglementés que leurs privatisations ont affaiblis.

Cette proposition améliorerait donc non seulement le fonctionnement ordonné de l'intermédiation boursière européenne, mais elle ouvrirait aussi la voie d'un mécanisme analogue de financement mutualisé des coûts d'introduction en bourse et de cotation des sociétés de moindre taille, sans parler de la constitution d'une structure mutualiste de

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).

compensation et de règlement-livraison, sous l'égide de la banque centrale européenne. Elle restaurerait aussi la centralité des marchés réglementés dans l'architecture boursière. Cela ne suffira pas à éradiquer les bulles et les krachs, mais cela 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 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 se déplace, de la finance privée aux dettes souveraines 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

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

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.

BOISSIEU Ch. de (1998), « Les enjeux économiques, sociaux et financiers de la période 1984-1993 », dans Pierre Bérégovoy. *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.

FEIERTAG O. (2005), « The International Opening-up of the Paris Bourse : Overdraft Economy Curbs and Market Dynamics », dans CASSIS Y. & BUSSIERE 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.

FESE (2009), « Response to CESR call for evidence on the Impact of Mifid on secondary Market Functioning », Bruxelles, 13 Janvier.

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.

KINDLEBERGER C. (1986), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York, John Wiley and Sons.

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. (2010), « 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.

LARMINAT P. de (2010), *La Bourse de Max Weber*, Paris, Allia.

- LEE R. (2010), *The governance of financial market infrastructure*, Oxford Finance Group, Janvier.
- LORDON F. (1997), *Les quadratures de la politique économique*, Paris, Albin Michel.
- 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.
- MINSKY F. (1982), « The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy », dans KINDLEBERGER C. & LAFFARGUE J.-P. (dir.), *Financial Crisis: theory, History and Policy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- MINSKY F. (1975), *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press.
- POSNER, E. (2009), *The origins of Europe's new stock markets*, Cambridge MA, Harvard University Press.
- 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
- 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.
- 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.
- 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.

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.

WALRAS, L. *Eléments d'économie politique appliquée*, Lausanne, F. Rouge.