

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LE DÉVELOPPEMENT DU *HIGH FREQUENCY TRADING* ET LA FORMATION
DE BOURSES MULTINATIONALES GÉANTES : ANALYSE
INSTITUTIONNALISTE DU *NEW YORK STOCK EXCHANGE* ET DE SON
PROCESSUS DE TRANSFORMATION HISTORIQUE

THÈSE
PRÉSENTÉE
COMME EXIGENCE PARTIELLE
AU DOCTORAT EN SOCIOLOGIE

PAR CAROLINE JOLY

AVRIL 2019

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.10-2015). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

J'aimerais d'abord remercier mon directeur, Éric Pineault, pour les conseils et le soutien qu'il m'a fourni tout au long de mon cheminement. Merci à mes camarades du CAFCA pour les innombrables discussions passionnées que nous avons eues et pour leur support moral. Je remercie également le CRSH et le FQRSC pour leur soutien financier, ma mère et ma grande amie Joelle, pour avoir fait la correction linguistique de cette thèse, Christian Goyette et Éric Duhaime pour leurs généreux commentaires, et enfin, Ahmed, pour n'avoir jamais cessé de croire en moi. Finalement, un merci tout spécial à Benoit Gaulin, non seulement pour avoir gentiment relu et commenté ma thèse, mais pour m'avoir transmis sa passion pour la sociologie.

TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS	II
RÉSUMÉ	III
INTRODUCTION	1
CHAPITRE I	
LE <i>HIGH FREQUENCY TRADING</i> DANS LA LITTÉRATURE : UN MÉCANISME D'ÉCHANGE AU SERVICE DE LA LIQUIDITÉ ET DE L'EFFICIENCE ALLOCATIVE	
1.1 Introduction	18
1.2 Qu'est-ce que le <i>high frequency trading</i> ?	19
1.3 Les stratégies mises en œuvre par le HFT	28
1.3.1 La tenue de marché	28
1.3.2 L'arbitrage	29
1.3.3 Les stratégies directionnelles	30
1.4 La microstructure des marchés et les analyses du HFT	31
1.4.1 Les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité	34
1.4.2 L'impact du HFT sur l'intégrité des marchés	43
1.4.3 Les risques systémiques induits par le HFT	48
1.5 Les instances de régulation et le HFT	56
1.5.1 Les réglementations en vigueur aux États-Unis	56
1.5.2 Les réglementations en vigueur en Europe	57
1.5.3 Les réglementations en vigueur au Canada	59
1.5.4 Les insuffisances de la réglementation en vigueur	60

1.6 Conclusion	62
----------------	----

CHAPITRE II

L'INSTITUTIONNALISME DE JOHN R. COMMONS COMME CADRE D'ANALYSE DU HFT

2.1 Introduction	66
2.2 La propriété intangible comme fondement du capitalisme	67
2.3 Le <i>going concern</i> comme unité de pouvoir dirigée par la logique de la propriété intangible	74
2.4 La bourse comme forme particulière de <i>going concern</i>	87
2.5 Objet et méthode	100
2.6 Conclusion	109

CHAPITRE III

LE PROCESSUS DE CONSTITUTION HISTORIQUE DE LA BOURSE DE NEW YORK ET DE SON SYSTÈME DE SPÉCIALISTES

3.1 Introduction	111
3.2 La Guerre d'Indépendance et l'émergence de la Bourse de New York	112
3.2.1 Une première tentative avortée de contrôle du processus de négociation	112
3.2.2 L'émergence de la Bourse de New York	118
3.3 La « seconde guerre d'indépendance » et la transformation de la Bourse de New York en <i>going concern</i> formel	121
3.3.1 L'augmentation du nombre de titres financiers sur lesquels spéculer et l'intensification des conflits liés à la concurrence	121
3.3.2 L'organisation de la Bourse de New York sous forme de <i>boys club</i>	125
3.3.3 Les principales <i>working rules</i> de la Constitution de la Bourse de New York et leurs avantages concurrentiels	129
3.3.4 La reconnaissance juridique du commercial <i>goodwill</i> de la Bourse	

de New York et la consolidation de son contrôle sur l'accès au marché des titres _____	138
3.4 La guerre civile et l'apparition des spécialistes à la Bourse de New York	143
3.4.1 L'augmentation des besoins de financement et l'émergence des banques d'investissement _____	143
3.4.2 Les effets de l'intervention des banques d'investissement sur le système financier _____	146
3.4.2 L'incapacité de la Bourse de New York à répondre à la nouvelle réalité du marché des titres et l'émergence d'organisations boursières concurrentes _____	149
3.4.3 La fusion de la Bourse de New York avec l'Open Board et la transformation de son mode d'organisation du processus de négociation _____	153
3.5 Conclusion _____	158

CHAPITRE IV

LA CONSOLIDATION DU POUVOIR DES SPÉCIALISTES AU SEIN DU GOVERNING COMMITTEE DE LA NYSE

4.1 Introduction _____	160
4.2 La crise financière de 1929, la mise en place de la Securities and Exchange Commission et la consolidation du pouvoir décisionnel des spécialistes _____	162
4.2.1 Les transformations de l'économie et des marchés financiers états-uniens dans les années 1880 _____	162
4.2.2 Les origines de la bulle spéculative des années 1920 _____	168
4.2.3 Le krach de 1929, la création de la SEC et la consolidation du pouvoir des spécialistes _____	175
4.2.4 La mise en place de mesures antitrust comme moyen de contenir le pouvoir des spécialistes la NYSE _____	186

4.3 La création de politiques économiques favorisant la production militaire, la déchéance de la NYSE et la mise en place de nouvelles <i>working rules</i>	193
4.4 La crise inflationniste de la fin des années 1940, le « <i>people capitalism</i> » et la reprise du contrôle de la NYSE par les spécialistes	198
4.5 Conclusion	209

CHAPITRE V

LA DISSOLUTION DU MONOPOLE DES SPÉCIALISTES DE LA NYSE : DU DÉVELOPPEMENT DU HFT À LA FORMATION DE BOURSES MULTINATIONALES GÉANTES

5.1 Introduction	211
5.2 La remise en cause du monopole des spécialistes de la NYSE par l'arrivée des investisseurs institutionnels sur le marché des actions et l'adoption de mesures anticoncurrentielles par le Governing Committee	213
5.3 La crise financière de 1968-1970 et la croisade de la SEC contre les pratiques des courtiers de la NYSE	227
5.3.1 Les fondements de la crise	227
5.3.2 La réponse de la SEC : l'abolition des avantages compétitifs des courtiers de la NYSE	238
5.3.3 Les nouvelles activités commerciales des courtiers de la NYSE et l'augmentation des opportunités de profits des spécialistes	242
5.4 Le développement des ECN, la dissolution du monopole des spécialistes et le développement du HFT	248
5.4.1 L'émergence des ECN et l'apparition du HFT	248
5.4.2 La dissolution du monopole des spécialistes par la SEC et le développement du HFT	258
5.5 La riposte des spécialistes de la NYSE au développement du HFT et la formation de bourses multinationales géantes	264
5.6 Conclusion	271

CONCLUSION	274
------------	-----

BIBLIOGRAPHIE	286
---------------	-----

RÉSUMÉ

Le *high frequency trading* (HFT) est une pratique boursière très récente qui consiste à utiliser des algorithmes d'un bout à l'autre du processus de placement afin de détecter les micromouvements de marché et d'en tirer un maximum de profit. De façon plus spécifique, les caractéristiques associées à cette pratique sont les suivantes : 1) le HFT se particularise par un volume de transaction très important, par une rotation quotidienne élevée du portefeuille et par l'absence de détention de titres à la clôture des marchés. 2) il est essentiellement utilisé par des investisseurs agissant pour leur compte propre; 3) son efficacité repose sur la vitesse d'exécution; 4) finalement, les principales stratégies à partir desquelles le HFT tire avantage de la fluctuation des cours sont la tenue de marché, l'arbitrage et les stratégies directionnelles.

En raison de la nouveauté du HFT et de son utilisation de plus en plus répandue, maintes analyses ont été faites en vue de comprendre les effets de cette pratique sur les marchés financiers. De façon générale, c'est la microstructure des marchés qui s'y est intéressée. À l'intérieur de cette discipline, on retrouve trois grandes catégories d'analyse du HFT, soient celles qui se sont penchées sur les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité; celles qui se sont intéressées à l'impact de cette pratique sur l'intégrité des marchés; puis, finalement, celles qui ont porté sur les risques systémiques induits par ce nouveau phénomène. Selon ces analyses, en même temps que le HFT contribuerait à augmenter la liquidité disponible, il conduirait par ailleurs à l'apparition de nouvelles pratiques abusives pouvant miner l'intégrité des marchés et pourrait en outre conduire à de graves crises systémiques. Malgré les risques qu'il comporte, le HFT n'est toutefois pas proscrit par les instances de régulation. S'appuyant sur les études réalisées par la microstructure, les régulateurs ne visent en effet qu'à enrayer les comportements abusifs et à réduire les possibilités de crises systémiques.

En dépit de leur contribution à la compréhension du HFT, les études réalisées par la microstructure et utilisées par les instances de régulation comportent une importante limite qui empêche toute véritable réglementation de cette pratique : aucune d'entre elles ne s'est intéressée à la façon dont le HFT transforme lui-même les organisations boursières sur lesquelles il se développe. La raison expliquant une telle limite est la suivante : le cadre théorique néoclassique sur lequel ces analyses s'appuient ne leur permet pas de considérer les bourses comme des organisations économiques soumises à la complexité changeante de la réalité sociale. En effet, en postulant que les marchés financiers ont pour fonction d'assurer l'allocation des ressources financières et que la bourse n'existe que pour mettre en place des mécanismes d'échange

favorisant la liquidité, cette approche met de l'avant une forme de téléologie de l'efficience qui nie non seulement l'ancrage social de la bourse, mais aussi son processus de transformation historique.

Or, du point de vue de la théorie institutionnaliste de John R. Commons, qui est celle que nous adoptons, la bourse est une entité capitaliste qui, devant se soumettre aux lois sur la concurrence juste et équitable, augmente ses opportunités de profit en mettant en place des *working rules* obligeant ses participants à adopter des comportements qui lui confère un avantage concurrentiel. À la lumière de ce cadre théorique redonnant à la bourse son ancrage social, cette thèse se propose de saisir la façon dont le HFT transforme la stratégie concurrentielle des bourses, soit la manière dont elles parviennent à se démarquer de leurs concurrentes et à réaliser du profit. Selon nous, cette compréhension est la condition *sine qua none* sur laquelle repose la mise en place d'une réglementation efficace du HFT.

Pour mener à bien notre analyse, nous utiliserons la *comparative methode of reasoning* élaborée par Commons, laquelle consiste à étudier à la fois le processus de mutation de l'action individuelle et le processus de sélection des *working rules* par les individus en position d'autorité. Comme le HFT est apparu historiquement aux États-Unis et que, depuis le 19^e siècle, c'est sur la Bourse de New York que s'appuie l'ensemble du système financier états-unien, nous analyserons le HFT en prenant comme point de départ cette bourse particulière. Nous analyserons dans un premier temps le procès de constitution historique de la Bourse de New York et de son système de spécialistes, et étudierons par la suite le processus de causalité cumulative à l'origine de l'apparition et du développement du HFT. Pour effectuer notre analyse, nous utiliserons de littérature secondaire et, plus particulièrement, des analyses en histoire financière.

Aux termes cette analyse, nous montrerons qu'avec la généralisation du HFT, les organisations boursières parviennent à se démarquer les unes des autres grâce à des opérations de fusions-acquisitions et, plus particulièrement, grâce à la capacité d'influencer et/ou de contourner les réglementations boursières que leur confèrent la taille géante et le caractère multinational obtenus par l'entremise de telles opérations.

MOTS CLÉS : High Frequency trading, HFT, bourse, organisation boursière, Bourse de New York, NYSE, spécialistes, goodwill, stratégie concurrentielle, Commons, institutionnalisme, propriété intangible, working rules.

INTRODUCTION

« [L]a Bourse, au milieu de Paris, comme une caverne mystérieuse, où se passe des choses auxquelles personne ne comprend rien ».

Émile Zola
Notes préparatoires à *L'argent*

En juin 2009, Serge Aleynikov, un programmeur de logiciels financiers, décide de quitter son employeur – la banque d'affaires Goldman Sachs – pour aller travailler pour la start-up financière Teza-tech, située à Chicago. Cette société financière lui promet alors de tripler le salaire de 400 000 dollars qu'il empochait chaque année depuis qu'il travaillait pour cette organisation bancaire. Dans les jours qui précèdent son départ définitif, Serge Aleynikov fait quelques copies des logiciels sur lesquels il travaillait, puis les envoie sur le serveur de Teza-tech. Deux semaines plus tard, alors qu'elle procède à une vérification de ses systèmes de sécurité, la banque d'affaires découvre qu'un transfert de données non autorisé a été effectué. Le 3 juillet 2009, Aleynikov est arrêté par le FBI : il est accusé par Goldman Sachs d'avoir volé des programmes informatiques de très haute valeur. Ses ordinateurs personnels sont alors saisis par la police.

Croyant qu'il n'avait copié que des logiciels libres de droit, Serge Aleynikov tente alors d'expliquer aux autorités ayant pris l'affaire en charge que le téléchargement de programmes informatiques appartenant à Goldman Sachs a très certainement dû avoir eu lieu par mégarde. Malgré cette explication, le procureur demande au juge sa mise en détention provisoire, sous prétexte qu'il ferait partie d'un

réseau d'espionnage informatique international. Au final, Serge Aleynikov sera condamné à payer une caution de 750 000 dollars et n'aura plus le droit de quitter la ville où il habite. Cette mésaventure judiciaire lui coûtera également son nouvel emploi chez Teza-tech.

Parallèlement à cette affaire, Mikhaïl Malyshev, le créateur de la start-up Teza-tech, est lui-aussi accusé de vol de logiciels par son ancien employeur, le hedge funds Citadel. Selon le fonds, si Malyshev a décidé d'embaucher un voleur de programmes informatiques, c'est sans doute parce qu'il en était un lui-même. Ainsi, sous prétexte que Malyshev avait probablement lui aussi procédé au transfert illégal de logiciels, ou qu'il s'appêtait à le faire, le hedge funds a ainsi réclamé que Malyshev ne puisse plus jamais accomplir d'activité professionnelle dans le domaine de la finance.

De façon générale, les conflits survenant entre les institutions financières et les sociétés émergentes demeurent confidentiels. Or, en 2009, alors que certains milieux politiques et financiers s'interrogeaient sur les profits gigantesques que continuaient à empocher Goldman Sachs et Citadel malgré la crise des *subprimes*, ces deux histoires ont fait la manchette de la presse financière¹. Ce faisant, elles ont suscité deux interrogations très importantes : en quoi les programmes informatiques dérobés étaient-ils si précieux ? Et comment ces institutions financières ont-elles pu continuer à empocher autant de profit malgré la crise ? En creusant ces questions, les journalistes ont découvert qu'Aleynikov et Malyshev étaient tous deux spécialistes d'une nouvelle pratique fort lucrative : le *high frequency trading*.

¹ Voir Yves Eudes, « Les geeks à la conquête de Wall Street », *Le monde*, 2 septembre 2009 ; Michael Lewis, *Flash Boys*, New York, W.W Northon & Compagny, 2014.

Le *high frequency trading* (HFT) est une pratique très récente qui consiste à utiliser des algorithmes afin de détecter les micromouvements de marché et en tirer un maximum de profit. De façon plus spécifique, les caractéristiques associées à cette activité sont les suivantes :

- 1) D'abord, en plus de se caractériser par l'utilisation d'algorithme d'un bout à l'autre du processus de placement, le HFT se particularise par un volume de transactions très important, par une rotation quotidienne élevée du portefeuille et par l'absence de détention de titres à la clôture des marchés.
- 2) Ensuite, le HFT est essentiellement utilisé par des investisseurs privés, soit des investisseurs qui opèrent pour leur propre compte, comme des banques d'investissement, des hedge funds ou des firmes spécialisées.
- 3) L'efficacité de cette pratique particulière repose sur la vitesse d'exécution, c'est-à-dire sur la faculté à repérer les écarts de prix et à effectuer les transactions avant les autres. Pour y parvenir, les individus ayant recours aux HFT utilisent de la technologie de pointe ainsi que des algorithmes d'apprentissage opérant à une vitesse dépassant largement les capacités humaines.
- 4) Finalement, les principales stratégies à partir desquelles le HFT tire avantage de la fluctuation des cours sont la tenue de marché, l'arbitrage et les stratégies directionnelles. La tenue de marché est une pratique qui consiste à tirer profit de la fourchette de prix, c'est-à-dire du décalage entre le prix offert à la vente d'un titre et le prix offert à son achat. L'arbitrage consiste pour sa part à tirer avantage de l'écart de prix entre deux produits financiers structurellement ou statistiquement corrélés. Finalement, les stratégies directionnelles consistent quant à elles à anticiper l'évolution future à la hausse ou à la baisse de titres individuels ou du marché dans son ensemble.

Échangeant des titres avec une rapidité de l'ordre du demi-millionième de seconde, soit un million de fois plus vite qu'un être humain, ces algorithmes, que l'on qualifie souvent de « robots traders », sont désormais légions sur les marchés boursiers. En fait, depuis l'apparition du HFT au tournant des années 2000, ce ne sont plus les humains qui effectuent la majorité des transactions boursières, mais des algorithmes autonomes, dotés d'une capacité supérieure de calcul et d'exécution.

Pour preuve, plus des deux tiers des transactions financières mondiales sont désormais effectuées par ces robots capables de vendre ou d'acheter plus d'un millier de produits financiers avant qu'un être humain puisse même cligner des yeux.

En raison de la nouveauté du HFT et de son utilisation de plus en plus répandue, maintes analyses ont été faites en vue de comprendre les effets de cette pratique sur les marchés financiers. De façon générale, c'est la microstructure des marchés qui s'y est intéressée. Pour la définir simplement, la microstructure est la sous-discipline de la finance de marché qui étudie l'effet des mécanismes d'échange et des comportements des investisseurs sur l'allocation des ressources financières. S'appuyant sur la théorie néoclassique (aussi appelée théorie standard), la microstructure stipule que le rôle des marchés financiers est d'assurer l'allocation optimale des ressources financières disponibles, c'est-à-dire d'évaluer la capacité à long terme des entreprises à faire du profit et de diriger par la suite les capitaux disponibles vers les projets jugés les plus rentables. Or, l'efficacité allocative ne pouvant être accomplie que sur des marchés liquides, soit sur des marchés où il est possible de passer en un instant d'un titre à un remboursement en monnaie, le rôle de la bourse, alors conçue en tant que lieu (physique ou virtuel) où les titres financiers circulent et où les cours sont formés et affichés, consiste exclusivement à mettre en place des mécanismes d'échange qui favorisent la liquidité. En effet, dans le cadre de cette approche, pour qu'il y ait transaction, il faut qu'un vendeur et un acheteur soient au même moment disposés à l'échange. Seulement, pour la microstructure, puisque rien ne garantit la simultanéité de leur volonté, il est tout à fait possible qu'un investisseur ne puisse se défaire d'un titre au moment où il le juge opportun. Ainsi, pour assurer que les investisseurs puissent obtenir un remboursement en monnaie par-delà l'absence de simultanéité, la bourse doit donc mettre en place un ensemble de mécanismes d'échange qui, favorisant la liquidité, augmentent par la même occasion l'efficacité de l'allocation des ressources financières.

Concevant le HFT comme un mécanisme d'échange mis en place par les bourses en vue d'augmenter la liquidité et d'améliorer l'allocation des ressources financières, la microstructure s'est rapidement questionnée sur les effets véritables du HFT sur cette même liquidité. À l'intérieur de cette discipline, on retrouve ainsi trois grandes catégories d'analyse du HFT, soit celles qui se sont penchées sur les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité, ou encore, sur l'efficacité avec laquelle le HFT permet aux investisseurs de passer rapidement d'un titre à un remboursement en monnaie; celles qui se sont intéressées à l'impact de cette pratique sur l'intégrité des marchés; puis, finalement, celles qui ont porté sur les risques systémiques induits par ce nouveau phénomène. Selon les résultats obtenus par ces analyses, alors que le HFT contribuerait effectivement à augmenter considérablement la liquidité disponible, il conduirait par ailleurs à l'apparition de nouvelles pratiques abusives pouvant miner l'intégrité des marchés et pourrait en outre conduire à de graves crises systémiques, qui, dans un effet en cascade, mèneraient à un assèchement de la liquidité sur l'ensemble des marchés financiers.

En dépit du fait qu'il puisse mener à des formes d'abus et qu'il comporte des risques systémiques graves, le HFT n'est pourtant pas proscrit par les instances de régulation. En effet, plutôt que de l'interdire, les autorités ne cherchent qu'à le baliser. Ainsi, malgré les mises en garde quant aux dangers que cette pratique comporte, la réglementation ne vise qu'à enrayer les comportements abusifs et à réduire les possibilités de crises systémiques. Les raisons justifiant la posture des régulateurs sont par ailleurs très faciles à comprendre : non seulement ils s'appuient sur la littérature actuelle pour encadrer le HFT, mais ils ont eux-mêmes une approche standard des marchés financiers et de la bourse. Ainsi, bien que le HFT comporte des risques d'abus et d'assèchement généralisé de liquidité qui doivent être amoindris par des réglementations, les instances de régulation croient par ailleurs qu'elles doivent aussi favoriser le développement de cette pratique, et ce parce que dans la littérature,

elle est présumée accroître la liquidité disponible sur les marchés, et, ce faisant, l'efficacité de l'allocation des ressources financières.

Les analyses du HFT effectuées par la microstructure et sur lesquelles s'appuient les régulateurs apportent une compréhension non négligeable des effets de cette pratique sur les marchés boursiers. En effet, grâce aux trois grandes catégories d'études réalisées par cette discipline, trois conclusions peuvent être tirées. D'abord, celles qui se sont concentrées sur les effets de cette pratique sur la microstructure de la liquidité nous permettent de constater que le HFT est dorénavant le principal mécanisme à partir duquel la liquidité s'obtient. Ensuite, les analyses qui se sont intéressées aux effets du HFT sur l'intégrité des marchés nous montrent quant à elles que cette pratique peut être abusive. Finalement, les études portant sur les risques systémiques nous montrent pour leur part que le HFT peut conduire à une crise généralisée de la liquidité. Or, en dépit de leur contribution à la compréhension du HFT, les études réalisées par la microstructure et utilisées par les instances de régulation comportent une importante limite qui empêche toute véritable réglementation de cette pratique : bien que ces analyses admettent toutes qu'en tant que nouveau mécanisme à partir duquel la liquidité s'obtient, le HFT est devenu omniprésent sur les marchés, aucune d'entre elles ne s'est par ailleurs intéressée à la façon dont cette nouvelle pratique transforme elle-même les organisations boursières au sein desquelles elle se développe. La raison expliquant une telle limite est la suivante : le cadre théorique néoclassique sur lequel s'appuie la microstructure ne lui permet pas de considérer les bourses comme des organisations soumises à la complexité changeante de la réalité sociale. En effet, en postulant que les marchés financiers ont pour fonction d'assurer l'allocation des ressources financières et que la bourse n'existe quant à elle que dans le but précis de servir cette mission en mettant en place des mécanismes d'échange favorisant la liquidité, cette posture met de l'avant une forme de téléologie de l'efficience qui nie non seulement l'ancrage

juridique, économique, politique, éthique et psychologique de la bourse, mais aussi le processus de transformation historique de cette dernière.

Transposant l'idée d'efficience allocative au HFT, la microstructure empêche dès lors de prendre en compte la façon dont cette pratique transforme elle-même les organisations boursières qui assurent son développement. En effet, en s'appuyant sur cette approche fonctionnelle des marchés financiers et de la bourse, cette discipline explique tacitement que le HFT est le résultat d'un processus d'évolution naturelle des mécanismes d'échange. Plus spécifiquement, elle laisse entendre que le HFT n'est rien d'autre que le fruit d'une décision rationnelle visant à rendre les marchés plus liquides². Or, supposer que le HFT n'a émergé que parce qu'il répondait mieux aux exigences de liquidité qu'un autre mécanisme et, qu'une fois en place, il n'a d'effets que sur la liquidité ne permet en aucun cas de saisir la façon dont cette pratique transforme les bourses au sein desquelles elle se développe. Ne pouvant prendre en compte le nouveau contexte créé par le HFT, la microstructure ne permet donc pas aux instances de régulation de mettre en place des réglementations qui lui soient véritablement adaptées.

² De façon plus spécifique, les analyses que l'on retrouve actuellement dans la littérature considèrent le HFT en tant que résultat de l'innovation technologique. Consistant essentiellement en l'automatisation des échanges, ce sont ces innovations particulières qui sont présumées avoir naturellement conduit à l'apparition de la négociation haute fréquence (Barker et Pommeranets, 2011; Gomber, Björn, Lutat et Uhle, 2011; Capgemini, 2012; McGowan, p. 2). En effet, en plus d'avoir offert le support matériel nécessaire à l'exploitation d'algorithmes, ces nouveautés ont permis aux opérateurs de prendre connaissance de l'évolution de l'ensemble mondial des cours boursiers en temps quasi réel et de passer des ordres à distance, sans avoir à se présenter en chair et en os sur le parquet d'une place boursière. Donnant ainsi un avantage stratégique aux places de négociation possédant un système d'échange informatisé, l'automatisation est par conséquent réputée avoir engagé les différentes bourses dans une course à l'armement technologique ayant culminée dans l'apparition du HFT. Gomber, Björn, Lutat et Uhle (2011, p. 1) sont particulièrement explicites à ce propos : « HFT is a natural evolution of the securities markets instead of a completely new phenomenon. There is a clear evolutionary process in the adoption of new technologies triggered by competition, innovation and regulation. Like all other technologies, algorithmic trading (AT) and HFT enable sophisticated market participants to achieve legitimate rewards on their investments [...] and compensation for their market, counterparty and operational risk exposures ». Leis (2012, p. 17) défend également cette idée : « [these technological changes] represent the cornerstone of financial innovation and set up together a [...] framework that fostered competition among trading venues. They make the securities markets more liquid and more integrated, which is of general benefit for all market participants ».

Or, comprendre le système boursier dans lequel les pratiques boursières évoluent est très important pour réglementer adéquatement ces mêmes pratiques. En ce sens, comprendre la façon dont le HFT transforme lui-même les organisations boursières au sein desquelles il se développe est tout aussi important pour mettre en place des réglementations qui soient véritablement adaptées. Pour y parvenir, nous devons dès lors adopter une approche qui, redonnant à la bourse son ancrage social, autorise l'analyse de son processus de transformation.

Dans le contexte de cette thèse, deux cadres d'analyse intéressants s'offraient notamment à nous : le cadre de la sociologie économique et de l'économie hétérodoxe, tel que les approches marxiste, régulationniste ou circuitiste, et le cadre constructiviste des marchés financiers proposé par Donald MacKenzie et Fabien Munieza. Or, chacun de ces deux cadres d'analyse comportait d'importantes limites. Premièrement, dans les approches hétérodoxes, la bourse est presque systématiquement appréhendée d'un point de vue fonctionnaliste, comme instance assurant la liquidité des titres financiers, soit leur « circulation » sur les marchés. Dans cette perspective, non seulement les titres sont vus comme des « choses » circulant « physiquement » d'une main à une autre, mais la bourse en vient à être appréhendée comme une organisation qui répond à une fin déterminée et immuable. Réduite à un lieu qui assure la circulation physique d'une chose, elle perd donc dès lors son ancrage social. L'approche constructiviste des marchés financiers insiste quant à elle sur le rôle de la théorie financière dans la formation des marchés financiers contemporains. Plus exactement, elle étudie la façon dont le savoir portant sur les marchés financiers influence les comportements des acteurs qui, dans cette perspective, tentent d'agir conformément à ce que prescrit la théorie. Bien qu'intéressante, l'approche constructiviste ne nous permet pas d'appréhender la transformation de la bourse par le HFT, mais seulement la transformation du comportement de ses acteurs.

Parce qu'elle dépasse les limites des cadres théoriques que nous venons de présenter, c'est l'approche institutionnaliste en économie que nous utiliserons afin de comprendre la façon dont le HFT transforme les organisations boursières qui assurent son développement. Influencé par le pragmatisme et le darwinisme, l'institutionnalisme est une école de pensée qui, fondée au tournant du XXe siècle aux États-Unis par les travaux de Torsten Veblen, John R. Commons et William R. Mitchell, appréhende l'économie en tant que phénomène socio-institutionnel en constante mutation. Dans cette perspective, ce sont les institutions qui constituent le point de départ de toute analyse économique. En outre, cette école de pensées en propose une définition qui lui restitue son caractère social, politique et historique. En effet, pour les institutionnalistes, les institutions sont des constructions sociales qui, résultant d'un processus de transformation historique, structurent l'économie de façon endogène. Influencés par le pragmatisme et l'évolutionnisme, les institutionnalistes américains proposent donc une conception de l'économie qui se veut en rupture radicale par rapport à la posture défendue par les néoclassiques. Pour Bazzoli (1999, p. 20), c'est d'ailleurs « cette rupture épistémologique affirmée par l'institutionnalisme et le projet d'une autre économie politique qui en découle qui fondent l'intérêt et l'actualité de ce courant ».

Parmi les travaux des trois pères fondateurs de l'institutionnalisme américain, nous aurions très certainement pu choisir de nous appuyer sur ceux de Veblen. Or, les travaux de Veblen comportent trois grandes limites. D'abord, chez Veblen, les comportements économiques sont intrinsèquement liés à l'instinct. Plus exactement, pour lui, les institutions évoluent sur la base des habitudes, lesquelles sont déterminées et se construisent à partir des instincts, soit des comportements biologiques et innés qui se transmettent de façon héréditaire. Or, en mettant l'instinct au cœur des comportements humains, Veblen devient malheureusement aveugle aux déterminants culturels et environnementaux qui orientent l'action humaine, et ne peut par conséquent penser la construction sociale de l'intentionnalité. Ensuite, chez

Veblen, c'est également cette idée d'instinct qui se trouve au cœur du processus d'apparition des innovations institutionnelles. Cette explication laisse toutefois une question fondamentale en suspend : comment ces innovations émergent-elles dans l'esprit humain ? Finalement, chez Veblen, l'aspect juridique des institutions n'est pas théorisé. Par conséquent, le caractère éthique des institutions n'est donc jamais pris en considération.

En raison des limites inhérentes à l'approche de Veblen, nous considérons que ce sont les travaux de John R. Commons qui s'avèrent les plus pertinents dans l'analyse du HFT, et ce, pour deux raisons bien précises : non seulement la théorie développée par cet auteur nous permet de redonner à la bourse son ancrage social, et, ce faisant, d'analyser son processus de transformation historique, mais, fondée sur l'étude du droit, c'est également elle qui permet de penser le mieux la régulation de ce phénomène. En effet, s'appuyant sur l'analyse du droit américain, Commons avance que, dans une économie capitaliste, la propriété est *intangibile*, ce qui veut dire que, dans un tel type d'économie, la propriété ne renvoie plus à une chose physique, mais à la *valeur monétaire future* d'une chose échangée sur le marché. Or, parce qu'elle se rapporte à la valeur d'échange d'une chose, et non à la chose elle-même, la propriété est par conséquent indissociable de la liberté d'accès au marché et, plus encore, à la liberté de choisir la meilleure alternative offerte, soit celle permettant d'empocher le meilleur gain. Cette liberté sur laquelle repose la réalisation de la valeur d'échange d'une chose comporte par ailleurs un paradoxe : parce que la liberté correspond à une absence de contrainte, la liberté des uns peut dès lors se faire au détriment de celle des autres. En effet, lorsque la liberté ne rencontre aucune limite, il devient possible pour les individus « les plus forts » de restreindre, par la force, l'accès des autres au marché, ou encore de les abuser en vue de maximiser leurs gains. Pour que la valeur d'échange se réalise bel et bien sur le marché, l'État doit donc indubitablement intervenir en mettant en place deux lois particulières : une première qui oblige les individus à respecter les prestations de paiement et de

livraison inhérentes à tout échange sur le marché, et une deuxième, souvent appelée « loi antitrust », « loi anti-monopole » ou « loi sur la compétition juste et équitable », interdisant la concurrence déloyale et garantissant du même coup le libre accès aux choix des opportunités sur le marché. Pour Commons, ce n'est qu'avec l'existence de telles lois, lesquelles permettent dès lors à tout individu subissant un préjudice de faire appel à l'appareil juridique et de demander réparation et/ou compensation, que la propriété intangible peut exister, ou encore, mais toujours dans le même sens, que la valeur monétaire d'une chose peut être réalisée.

Reposant sur l'existence de ces lois, le capitalisme devient dès lors, pour Commons, un système économique fondé, d'un côté, sur la production de biens et de services pour l'usage d'autrui, et, de l'autre, sur le contrôle des droits de propriété des valeurs d'usage produites en vue d'en obtenir une valeur monétaire sur le marché. Pour Commons, le fait que le capitalisme soit fondé sur le droit est incompatible avec la théorie néoclassique, et ce, pour la raison suivante : les cours de justice qui sont chargés de faire respecter la loi ne se basent jamais sur une explication téléologique des phénomènes économiques pour rendre une décision en cas de violation, mais prennent toujours en considération un ensemble de facteurs, tels que le contexte, les intentions des individus, les circonstances atténuantes, la jurisprudence, etc. Pour Commons, l'application des lois sur lesquelles repose le capitalisme exige donc, en ce sens, de prendre en considération les facteurs psychologique, historique, économique et éthique sous-jacents aux phénomènes économiques, ce qui est foncièrement incompatible avec l'approche néoclassique qui évacue toutes ces dimensions au profit d'une explication téléologique.

Cette perspective institutionnaliste fondée sur l'étude du droit est la plus adaptée à l'analyse de la transformation de la bourse par le HFT. En effet, dans une perspective commonsienne, la bourse est un *going concern*, soit une entité collective dirigée par la logique de la propriété intangible qui, articulant des dimensions

économique, juridique, politique, psychologique et éthique, se transforme dans le temps. De façon plus spécifique, la bourse possède une dimension économique en ce sens où elle est une organisation capitaliste qui limite l'accès au processus de négociation des titres financiers à des individus spécifiques nommés « courtiers », lesquels revendent par la suite ce droit d'accès sous forme de commission aux investisseurs désirant se procurer ou se départir de tels actifs. Dans cette perspective, la bourse n'est donc pas motivée par l'atteinte de l'allocation efficace des ressources financières et du bien-être collectif, mais par l'accumulation de profit.

La bourse possède également une dimension juridique. Si une bourse peut exister sans aucune reconnaissance juridique, elle s'expose néanmoins à la liberté des autres bourses et, ce faisant, à la possibilité de subir un ensemble de préjudices ne pouvant être compensés. Pour se protéger de la liberté des autres, une bourse doit donc elle aussi exister en tant qu'entité légale et se soumettre à la loi sur la compétition juste et équitable. La bourse n'est donc pas, en ce sens, une organisation qui émerge spontanément de la nécessité de rendre les échanges plus liquides, mais bien une entité qui ne peut opérer que dans l'espace du droit.

La bourse possède aussi une dimension politique. En effet, parce que, soumise à la loi sur la concurrence juste et équitable, elle ne peut jamais multiplier ses profits par la force, c'est dès lors en obligeant ses participants (ses travailleurs, ses courtiers, etc.) à adopter des pratiques qui présentent un avantage pour les investisseurs qu'elle parvient à persuader ces derniers à transiger avec elle plutôt qu'avec une autre et, partant, à multiplier ses profits. Or, c'est par l'entremise de *working rules* mises en place par les individus en position d'autorité que la bourse parvient à obtenir de ses participants, sous peine de perte de gains monétaires, les pratiques nécessaires à l'augmentation et au maintien des avantages offerts aux investisseurs. De ce point de vue, les pratiques boursières ne sont pas le résultat d'un processus d'évolution naturelle des mécanismes d'échange, ou encore, mais toujours dans le même sens, le

fruit d'une décision rationnelle visant à rendre les marchés plus liquides, mais le résultat d'une logique de pouvoir.

Dans une perspective commonsienne, la bourse possède finalement une dimension psychologique et éthique qui nous permet de penser son processus de transformation historique. En effet, les pratiques boursières qui émergent des *working rules* n'acquièrent jamais un caractère fixe et immuable, mais évoluent dans le temps, sous l'effet de la volonté créatrice des participants. En effet, ceux-ci n'acceptent jamais passivement les *working rules* mises en place par l'organe de contrôle de la bourse, mais les remettent constamment en question en adoptant des pratiques inusitées, et ce, pour trois raisons : les règles ne parviennent jamais à encadrer la totalité des comportements individuels; elles peuvent s'avérer trop contraignantes ou trop permissives pour l'un ou l'autre de ces participants; et, finalement, elles ne sont souvent pas adaptées à la nouvelle réalité à laquelle les participants doivent faire face. Affectant la stratégie concurrentielle de la bourse et, ce faisant, la façon dont la bourse parvient à se démarquer de ses concurrentes et à accumuler des profits, ces pratiques inusitées doivent dès lors être réglementées par la mise en place de nouvelles *working rules*. Dans ce processus de réforme, ce ne sont cependant pas toutes les nouvelles pratiques qui survivent, mais seulement celles qui sont choisies par l'organe de contrôle de la bourse, sur la base des valeurs partagées par les individus en position d'autorité. Ce processus de réforme en est un sans fin, puisque les nouvelles règles mises en place seront elles aussi remises en question par de nouvelles pratiques, lesquelles demanderont à leur tour à être encadrées par de nouvelles *working rules*.

Dans cette perspective, le HFT ne peut donc plus être considéré comme un mécanisme mis en place par la bourse en vue d'augmenter la liquidité disponible sur le marché et n'ayant d'effets que sur cette dite liquidité : il doit être appréhendé comme une pratique qui, apparaissant de façon contingente avant d'être régularisée

par les dirigeants de la bourse, permet aux organisations boursières d'augmenter leurs opportunités de profits. Or, en tant que pratique adoptée par l'organe de contrôle de la bourse, le HFT n'est pas sans effet sur cette dernière : les *working rules* desquelles il découle présentent certaines brèches, limites et lacunes qui participent à l'adoption de nouvelles pratiques par les participants créatifs et, ce faisant, à l'apparition de nouveaux problèmes de concurrence qui demandent à être pris en charge par les instances de régulation. Or, pour bien régler les conflits concurrentiels liés au développement du HFT, il faut d'abord et avant tout comprendre cesdits conflits. Cela revient donc à dire que, pour réglementer adéquatement le HFT, il importe de saisir la façon dont cette pratique transforme la façon dont les bourses parviennent à se démarquer de leurs concurrentes et à réaliser du profit.

Dans cette thèse, c'est à l'analyse de cette transformation que nous nous consacrerons. Pour y parvenir, nous utiliserons la méthode élaborée par Commons. Nommée *comparative method of reasoning*, cette méthode consiste à étudier à la fois le processus de mutation de l'action individuelle et le processus de sélection des comportements par les individus en position d'autorité. Dans cette perspective, les phénomènes économiques s'étudient dans un premier temps à travers les trois éléments qui caractérisent un *going concern*, soit : les *working rules* mises en place par l'organe de contrôle; le statut légal de l'organisation et les lois auxquelles elle doit se soumettre en vertu de ce même statut. Ensuite, il faut se pencher sur les pratiques inusitées adoptées par les divers participants, de même qu'aux multiples facteurs qui ont favorisé leur apparition. Finalement, il faut étudier la façon dont ces nouvelles pratiques minent les opportunités de profit de l'organisation, de même que le processus de sélection de nouvelles règles collectives par les individus en position d'autorité. À la lumière de ce qui vient d'être dit, on comprend que pour saisir la façon dont le HFT transforme la façon dont les bourses parviennent à se démarquer de leurs concurrentes et à réaliser du profit, il importe d'analyser le processus de

mutation comportemental duquel le HFT a émergé, de même que le processus de sélection à partir duquel il a été régularisé par l'organe de contrôle de la bourse.

Comme le HFT apparaît historiquement aux États-Unis et que, depuis le 19^e siècle, c'est sur la Bourse de New York que s'appuie l'ensemble du système financier de ce pays, nous analyserons le HFT en prenant comme point d'origine cette bourse spécifique. Pour comprendre la façon dont le HFT transforme le choix des opportunités des bourses, nous allons dans un premier temps analyser le processus de constitution historique de la Bourse de New York et de son système de négociation. Par la suite, nous analyserons le processus renouvelé de mutation de l'action individuelle et de l'action collective à l'origine du HFT. Une fois que nous aurons analysé ce processus de causalité cumulative à l'origine du HFT, nous nous pencherons sur les *working rules* qui sont à l'origine de la généralisation de cette pratique, et serons dès lors à même de comprendre comment le HFT transforme le choix des opportunités des bourses, ou encore leur stratégie concurrentielle. Pour effectuer notre analyse, nous utiliserons de la littérature secondaire, et, plus particulièrement, des analyses en histoire financière.

Nous verrons alors que le HFT a émergé sur des bourses rivales en réaction aux règles anticoncurrentielles mises en place par les spécialistes de la Bourse de New York et qu'il s'est développé en lien avec l'érosion du monopole que ces derniers avaient réussi à acquérir grâce à leur position privilégiée sur l'organe de contrôle de l'organisation. Nous montrerons alors que le développement du HFT ne fut pas sans effet sur la Bourse de New York et, plus largement, sur l'ensemble des bourses nationales et internationales, et ce, tout simplement parce que les spécialistes n'assistèrent pas à leur déchéance de façon passive, mais firent plutôt volte-face en engageant l'organisation dans un processus de fusion-acquisition avec les bourses rivales sur lesquelles le HFT s'était développé. Dans un effet boule de neige, ce processus de fusion-acquisition entraîna d'autres, lesquels culminèrent par la

formation de multinationales boursières géantes tournées vers la satisfaction des besoins des négociateurs haute fréquence, et ayant le pouvoir d'influencer les réglementations en sa faveur et/ou de fuir celles susceptibles de miner ses opportunités de profit. Grâce à cette analyse, nous montrerons alors qu'avec la généralisation du HFT, au moment où toutes les bourses en viennent dorénavant à offrir plus ou moins les mêmes services aux négociateurs haute fréquence, ce n'est plus par le biais de tels services que les organisations boursières parviennent à se démarquer les unes des autres, mais bien grâce aux opérations de fusion-acquisition et, plus particulièrement, grâce à la capacité d'influencer et/ou de contourner les réglementations boursières que leur confèrent la taille géante et le caractère multinational obtenus par l'entremise de telles opérations.

Le travail qui suit comportera cinq chapitres. Dans le chapitre 1, nous nous intéresserons premièrement au HFT de façon plus approfondie et offrirons par conséquent une explication exhaustive de ce phénomène. Par la suite, nous procéderons à la revue des analyses du HFT effectuées par la microstructure des marchés. Nous nous intéressons finalement à la réponse que les régulateurs ont adressée au HFT et, partant, aux principales réglementations qui ont été mises en place aux États-Unis, en Europe et au Canada en vue d'enrayer les pratiques abusives et de réduire les risques systémiques. Dans le chapitre 2, nous développerons le cadre théorique commonsien à partir duquel nous analyserons la façon dont le HFT transforme les organisations boursières au sein desquelles il se développe et offrirons une explication approfondie de notre méthode. Dans le chapitre 3, nous nous intéresserons au processus de constitution historique de la Bourse de New York et de son système de spécialistes. Dans le chapitre 4, nous nous pencherons sur le processus historique de consolidation du pouvoir de ces derniers au sein de l'instance de contrôle de l'organisation. Dans le chapitre 5, nous nous intéressons finalement à la dissolution du monopole des spécialistes et à la façon dont cette dissolution a permis le développement du HFT sur des plateformes de négociation rivales. Nous

terminerons en montrant qu'avec la généralisation du HFT, c'est par leur capacité d'influencer et/ou de contourner les réglementations boursières que les bourses se démarquent dorénavant les unes des autres.

CHAPITRE I

LE *HIGH FREQUENCY TRADING* DANS LA LITTÉRATURE : UN MÉCANISME D'ÉCHANGE AU SERVICE DE LA LIQUIDITÉ ET DE L'EFFICIENCE ALLOCATIVE

[La] théorie de l'équilibre implique un grand nombre de limitations et de faiblesses qui nuisent considérablement à la recherche sociologique. Parce qu'elle met l'accent sur les forces exogènes comme étant la source principale des changements structurels, la théorie de l'équilibre semble suggérer que les tensions sociales virulentes sont provoquées par des causes mystérieuses et peut-être même inconnaissables [...]. Parce qu'elle postule que le changement social est toujours un mouvement vers l'équilibre [...], la théorie de l'équilibre se condamne à rester incapable d'expliquer la dynamique des révolutions, des mutations sociales, et des revirements brusques [...]. Enfin la théorie de l'équilibre s'avère incapable d'expliquer et d'estimer l'ampleur d'un changement social donné, puisqu'elle ne peut ni prédire l'intensité des tensions structurelles ni analyser adéquatement les modes d'adaptation collective qui en résultent.

M. Guessous

Annales marocaines de sociologie

1.1 Introduction

Bien que le HFT existe depuis environ une décennie, ce n'est que depuis le krach éclair de mai 2010 qu'on s'intéresse à cette pratique. En effet, depuis cet événement où les « robots traders » sont réputés avoir fait chuter le Dow Jones de 400 points en 3 minutes, les études portant sur cette nouvelle forme de transaction sur les marchés financiers se sont multipliées. En fait, c'est essentiellement à la

microstructure des marchés que l'on doit l'essentiel des études du HFT. À l'intérieur de cette discipline, on retrouve généralement trois grandes catégories d'analyse de ce phénomène, soit celles qui se sont penchées sur les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité ; celles qui se sont intéressées à l'impact de cette pratique sur l'intégrité des marchés ; puis, finalement, celles qui ont porté sur les risques systémiques induits par ce nouveau phénomène. Ce sont sur ces études que s'appuient généralement les instances de régulation pour encadrer le HFT.

Dans le présent chapitre, c'est à ces études du HFT, réalisées par la microstructure des marchés, que nous allons nous intéresser. Pour mieux situer les études actuelles de ce phénomène, nous expliquerons d'abord en quoi consiste exactement le HFT. Nous nous pencherons ensuite sur les différents types d'analyse que l'on retrouve dans la littérature, de même qu'à la posture théorique néoclassique sur laquelle elles s'appuient. Enfin, nous nous intéressons aux principales réglementations que les instances de régulation états-uniennes, européennes et canadiennes ont établies pour encadrer le phénomène, de même qu'à leurs principales limites.

1.2 Qu'est-ce que le *high frequency trading*?

Le *high frequency trading* (HFT)³ est très difficile à définir. En effet, cette pratique est non seulement très récente, mais se révèle un amalgame plutôt inusité en ce qu'elle utilise des technologies nouvelles afin d'accomplir des stratégies financières qui, pour la plupart, n'ont rien de nouveau. En ce sens, il existe un grand

³ Dans la littérature francophone, on ne retrouve pas de traduction univoque du terme « high frequency trading ». Par exemple, la Banque du Canada utilise l'expression « négociation haute fréquence », l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), celle de « trading haute vitesse ». Dans les médias, le terme « courtage haute fréquence » est également utilisé. Ainsi, en raison de cette pluralité d'expressions, nous préférons utiliser l'expression d'origine qui, dans la littérature anglophone, est adoptée de façon unanime.

nombre de définitions différentes du HFT. Ainsi, cette pratique peut être définie « as a wide variety of highly competitive trading strategies used by securities market intermediaries who use an automated system of algorithmic trading and ultra-fast computers in order to hold securities for a fraction of a second and then transact to capture the spread » (Yoon, 2010, p. 921), ou encore, comme étant « la mise en œuvre très rapide de stratégies de négociation automatisées qui permettent l'exécution d'un grand nombre d'opérations en de courts laps de temps, dans le but de profiter d'écarts de prix ou d'autres inefficiences observées sur les marchés » (Barker et Pomeranets, 2011, p. 53). En dépit du fait qu'il n'existe aucune définition univoque de ce phénomène, certaines caractéristiques spécifiques sont néanmoins associées au HFT dans la littérature académique (Gomber, Arndt, Lutat et Uhle, 2011; Lenglet, 2011; Leis, 2012), et dans les documents produits par les instances de régulation des marchés financiers (OISCO, 2011; OCRCVM, 2011; SEC, 2010).

Premièrement, le HFT est une forme de transaction complètement automatisée, en ce sens où il est réalisé par des ordinateurs qui recourent à des algorithmes d'un bout à l'autre du processus transactionnel. En effet, en plus de rechercher et d'analyser en temps réel l'ensemble des informations considérées comme pouvant influencer les cours boursiers, soit les données financières provenant de sources primaires et l'actualité provenant des médias et des réseaux sociaux, ce sont des algorithmes qui, en dernière instance, vont prendre les décisions d'acheter ou de vendre et effectuer les transactions. Selon Leinwewer (2009), McGowan (2011) et Leis (2012), les algorithmes utilisés pour le HFT sont essentiellement des algorithmes d'apprentissage. Bien qu'il en existe plusieurs catégories, les plus utilisés sont les algorithmes génétiques (Leinweber, 2009). Selon Goldberg (1989), ces algorithmes évoluent d'abord de façon artificielle, suivant le principe de sélection naturelle théorisé par Darwin, puis, ensuite, par eugénisme. Dans un premier temps, il s'agit de concevoir une « population » de solutions, à savoir un ensemble d'« astuces » différentes destinées à résoudre le même problème, puis de choisir l'« astuce »

dominante, soit celle qui est la mieux adaptée à son environnement. Dans un deuxième temps, il s'agit de former une nouvelle population de solutions constituées uniquement d'« astuces » dominantes, de choisir encore une fois les mieux adaptées, et de refaire cette opération des milliers de fois dans le but d'obtenir un algorithme optimal pouvant s'adapter idéalement à n'importe quel type d'environnement et de situation⁴. Leinweber (2009, p. 186) vulgarise bien le processus d'évolution artificielle propre aux algorithmes génétiques :

Start with an initial population, random for purists, with known good solutions included for engineers. Let the programs [...] do that thing they do, whatever they do, and keep score. Favor the high scorer in the next generation, and mix things up by using crossover [...] to evolve hybrids.

Le comportement des algorithmes génétiques est réputé être parfois difficile à prévoir, car, évoluant en fonction de leurs expériences et de leurs interactions avec leur environnement, ils s'adaptent et adoptent ainsi des comportements qui dépassent ceux qui ont initialement été codés par le programmeur (Goldberg, 1989 ; Leinweber, 2009).

Deuxièmement, le HFT est également caractérisé par un volume de transactions très important (d'où la désignation « haute fréquence »). En effet, dans la mesure où les profits effectués sur chaque transaction sont extrêmement minces, soit environ 0.001 \$ par transaction (Brogaard, 2010), le HFT doit en multiplier le nombre pour être rentable. Pour cette raison, à la Bourse de New York en 2009, 22.1 millions de transactions furent effectuées en moyenne quotidiennement, contre seulement 2.9 millions en 2005 (SEC, 2010). Le HFT se caractérise également par un ratio ordres/opérations élevé (*high order-to-trade ratio*), ce qui veut dire qu'un grand nombre des ordres émis sont annulés par rapport au nombre de transactions effectuées, bien que celles-ci soient néanmoins importantes. Selon l'Organisme

⁴ Pour comprendre en quoi consistent un algorithme génétique et son processus d'évolution, voir le vidéo suivant du chercheur Karl Sim, affilié au MIT : <http://www.youtube.com/watch?v=F0OHycypSG8>

canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) (2011), au Canada, au cours de la période allant du 1^{er} août au 31 octobre 2011, plus de 9.86 milliards d'ordres ont été envoyés, alors que seulement 228 millions de transactions ont été réellement accomplies. Selon Barker et Pomeranets de la Banque du Canada (2011), ce ratio serait quatre fois plus élevé qu'en 2005.

Troisièmement, le HFT se caractérise aussi par une rotation quotidienne élevée du portefeuille. En effet, dans la mesure où les algorithmes réagissent en temps quasi réel à la moindre variation des cours, les titres ne sont détenus que pendant quelques secondes, voire quelques millisecondes. Par conséquent, le HFT se caractérise habituellement par des positions nulles à la fin d'un jour de bourse, ce qui revient à dire qu'aucun titre n'est conservé lors de la fermeture des marchés.

Quatrièmement, un autre fait important à propos du HFT est qu'il est l'apanage de firmes qui opèrent pour leur compte propre. Ces firmes peuvent être des sociétés spécialisées, des départements particuliers de grandes banques d'investissement, ou encore, des *hedges funds*. Néanmoins, les firmes spécialisées ATD, Cisco, Citadel et Getco, de même que les banques d'investissement Goldman Sachs, JP Morgan et Société Générale sont les plus actives dans le domaine du HFT. Pour ceux qui s'y adonnent, le HFT est très lucratif. Dans une étude consacrée aux profits engrangés par les opérateurs HFT, Baron, Brogaard et Kirilenko (2012, p. 1) expliquent que pour le seul mois d'août 2010, « 31 HFTs earn over \$29 millions in trading profits in one E-mini S&P 500 futures contract ».

Finalement, l'efficacité du HFT repose sur la capacité de devancer ses concurrents, c'est-à-dire sur la faculté à effectuer les transactions avant les autres. En ce sens, le HFT est extrêmement sensible à la latence, c'est-à-dire au délai temporel qui existe entre le moment où un ordre est généré par l'algorithme et le moment où il est transmis avec succès à une place de négociation donnée. Ainsi, dans le cadre du

HFT, les ordres ne sont pas seulement émis à haute fréquence, comme le nom l'indique, mais également à très faible latence. La vitesse devient donc un enjeu majeur ici. Pour les firmes de HFT, cela implique d'investir constamment dans des dispositifs technologiques toujours plus puissants, tels que des ordinateurs et des algorithmes plus performants.

Afin d'être encore plus rapides, plusieurs autres pratiques vont également être adoptées par les firmes de HFT. D'abord, les firmes chercheront à maximiser la vitesse d'analyse et d'exécution de leurs algorithmes. En effet, selon Leinweber (2009), pour être efficace, un algorithme ne doit pas seulement être adaptatif, il doit également être rapide. Or, pour l'auteur, cette double exigence pose cependant problème, puisqu'une analyse mathématique rigoureuse des marchés financiers à un moment donné est un processus laborieux qui peut s'avérer long et, par conséquent, désavantageux. Par exemple, si un algorithme adaptatif X est programmé dans le but d'effectuer une analyse optimale de la situation, il prendra nécessairement plus de temps avant de décider de vendre ou d'acheter un titre qu'un algorithme adaptatif Y ne visant pas l'optimalité. Au moment où l'algorithme X aura terminé son calcul, l'algorithme Y aura déjà effectué une certaine quantité de transactions qui, en plus d'avoir généré un certain profit, auront modifié les cours boursiers de façon plus ou moins significative. Ce faisant, le résultat obtenu par l'algorithme X, suite à son analyse, ne sera plus adapté à la nouvelle situation résultant des transactions effectuées par l'algorithme Y. Un algorithme rapide est donc, dans certains cas, beaucoup plus efficace qu'un algorithme adaptatif programmé pour réaliser une analyse optimale. Ainsi, selon Leinweber (2009), deux mesures seront prises en vue de maximiser la rapidité de l'algorithme. D'une part, on privilégiera l'utilisation d'algorithmes produisant des analyses boursières « satisfaisantes » plutôt qu'optimales⁵. D'autre part, on programmera l'algorithme pour qu'il apprenne à

⁵ En science informatique, cette technique se nomme le « *satisfying* ».

utiliser par lui-même d'autres algorithmes, adaptatifs ou non. Grâce à cette technique autoréférentielle appelée *intelligence amplification*, l'algorithme n'a donc plus à effectuer lui-même toute l'analyse d'une situation à un moment donné : il peut maintenant économiser du temps en utilisant les résultats obtenus par d'autres algorithmes et ainsi prendre des décisions beaucoup plus rapidement. Grâce à cette rapidité, les algorithmes ont considérablement abaissé le temps moyen d'exécution d'un ordre. Selon la Securities and Exchange Commission (SEC) (2010), alors qu'en 2005 ce temps s'élevait à un peu plus de 10 secondes, en 2007, il ne s'élevait qu'à 0.7 seconde.

Ensuite, les firmes chercheront également à obtenir le meilleur type d'accès possible aux plateformes de négociation (Bhupathi, 2010; Leis, 2012). En effet, un investisseur qui souhaite acheter ou vendre un titre sur les marchés boursiers ne peut accéder lui-même à une plateforme de négociation. Pour y parvenir, il doit obligatoirement avoir un numéro d'identification émis par ladite plateforme et reconnu par les instances de régulation. Or, seule une catégorie d'acteurs spécifiques que l'on nomme les « *broker-dealers* » sont en droit d'obtenir un tel numéro. Selon la SEC (1934, section 3), « a broker is any person engaged in the business of affecting transactions in securities for the account of others, while a dealer is any person engaged in the business of buying and selling securities for such person's own account through a broker or otherwise ». Ainsi, en principe, pour être en mesure d'acheter ou de vendre un titre, un investisseur doit obligatoirement avoir recours aux services des *broker-dealers*. Cependant, il est possible pour les investisseurs d'accéder eux-mêmes à une plateforme de négociation en empruntant le numéro d'identification d'un *broker-dealer*. Cet accès peut se faire selon trois modèles différents : l'accès direct (*direct access*), l'accès sponsorisé (*sponsored access*) et l'accès nu (*naked access*). Toujours selon la SEC (2010, p. 6), l'accès direct consiste en un accès « in which the customer's orders flow through the broker-dealer's system before passing into the market », alors que l'accès sponsorisé consiste quant à lui en

un accès « in which the customer's orders flow directly into the market without passing through the broker-dealer system ». En ce qu'il permet aux ordres d'accéder directement aux marchés sans passer par un système intermédiaire, le second modèle d'accès est par conséquent plus rapide que le premier. Or, que les ordres passent ou non par le système des *broker-dealers*, ils sont dans les deux cas soumis à des procédures de vérifications visant à minimiser certains risques de marchés, lesquelles procédures, bien entendu, augmentent le temps de latence. Dans le cas de l'accès nu, les ordres ne sont pas soumis à de telles vérifications. En effet, l'accès nu « is a subset of sponsored access where pre-trade filters [...] are not applied to orders before such orders are submitted to an exchange » (SEC, 2010). Ce faisant, « naked access reduces latencies and facilitates more rapid trading [...] preserving the confidentiality of sophisticated, proprietary trading strategies, and reducing trading costs by lowering operational costs, commissions and exchange fees » (SEC, 2010). En vue de réduire le temps de latence, les firmes de HFT vont par conséquent favoriser ce dernier type d'accès, lorsque celui-ci est permis par les instances de régulations.

Afin d'augmenter la vitesse d'exécution des ordres, les opérateurs haute fréquence vont également avoir recours à un service particulier offert par la plupart des bourses : la colocation (SEC, 2010; Bhupathi, 2010; IOSCO, 2011; Leis, 2012). Le principe de cette démarche est fort simple : il consiste à réduire au minimum la distance physique qui sépare les différents acteurs financiers des places de négociation et, ce faisant, à diminuer le temps que le signal de l'algorithme prend pour s'y rendre. Plus spécifiquement, il s'agit pour les opérateurs de louer un espace à quelques mètres, voire quelques centimètres, du serveur central de la place boursière

sur laquelle ils œuvrent afin d'y placer leur propre ordinateur⁶. Pour éviter qu'un opérateur n'obtienne un avantage par rapport à un autre, chaque ordinateur individuel est relié au serveur central par un câble de fibre optique de même longueur.⁷

Finalement, les firmes de HFT vont avoir recours à des ordres flash (Bhupathi, 2010 ; McGowan, 2011). L'ordre flash repose sur l'accès privilégié à une information avant qu'elle ne devienne publique. Moyennant quelques frais, les bourses révèlent aux firmes de HFT qui souscrivent à ce service des informations sur les intentions de vente ou d'achat d'autres investisseurs approximativement trente millisecondes avant de les rendre publiques (Duhigg, dans Bhupathi, 2010). Ce faisant, les algorithmes de HFT peuvent ainsi exécuter l'ordre en question avant que le reste du marché n'en ait pris connaissance.

Il est très difficile de savoir dans quelle proportion le HFT est présent sur les marchés boursiers, et ce, pour deux raisons principales. D'abord, comme il existe plusieurs définitions du HFT, il n'y a pas de consensus sur les indicateurs à utiliser pour mesurer sa présence sur les différentes places de négociation. Ensuite, la quasi-totalité des transactions est aujourd'hui de nature algorithmique. Or, ce ne sont pas tous les algorithmes qui sont destinés au HFT. En effet, plusieurs d'entre eux ne sont

⁶ En tant que nouveau phénomène, la colocation tend considérablement à transformer le paysage traditionnel des places boursières. En effet, si les différentes bourses utilisent des serveurs centraux depuis qu'elles se sont informatisées, ces systèmes informatiques sont devenus si gigantesques avec la colocation qu'ils requièrent maintenant d'énormes édifices pour les héberger. Or, en raison de leur immense taille, ces bâtiments ne peuvent plus être situés dans les grands centres financiers, mais doivent être relocalisés ailleurs, dans des régions éloignées. Par exemple, les serveurs d'un des principaux marchés de produits dérivés au monde, le *Chicago Mercantile Stock Exchange*, ont été relocalisés dans une ville appelée Aurora, au centre de l'État de l'Illinois. Notons également que la mythique Bourse de New York ne se situe plus à Wall Street, mais au New Jersey. Fait notoire, devant impérativement être refroidis pour éviter qu'ils ne surchauffent, les serveurs centraux des places boursières sont devenus extrêmement énergivores. À cet égard, la Bourse de New York est aujourd'hui l'un des plus grands consommateurs d'électricité au New Jersey.

⁷ Un câble traversant l'Atlantique est actuellement en construction en vue de sauver 5 millisecondes sur les transactions financières entre la Bourse de New York et celle de Londres. Bientôt opérationnel, ce projet confié à la société Hibernia Atlantic aura coûté près de 300 millions de dollars (*Le monde*, « Le trading algorithmique : mobilisation contre la menace des ordinateurs boursiers », 20 avril 2013).

programmés que dans le seul but de réduire les impacts de marché générés par des ordres d'achat ou de ventes importants (Leis, 2012; Gomber, Arndt, Lutat et Uhle, 2011). Par exemple, plutôt que d'envoyer un seul ordre de vente de 1000 actions, qui risque de faire varier les prix de façon considérable, un investisseur va utiliser un algorithme qui va décomposer l'ordre en 100 ordres de vente de 10 actions, lesquels seront envoyés à des intervalles de temps spécifiques soigneusement calculés par l'algorithme en vue de réduire au minimum la fluctuation des cours. En ce sens, si le HFT repose nécessairement sur l'utilisation d'algorithmes, ceux-ci ne sont pas tous destinés au HFT. Ce faisant, il est très difficile de distinguer les algorithmes de HFT des autres types d'algorithmes, et, par conséquent, de mesurer dans quelle proportion le HFT est présent sur les marchés boursiers.

En dépit de cette difficulté, on estime qu'aux États-Unis, entre 50 % et 70 % du volume total des transactions financières est effectué par ces algorithmes (Gyurko, 2010 ; IOSCO, 2011 ; SEC, 2011; Gomber, Arndt, Lutat et Uhle, 2011 ; Leis, 2012; Golstein, Kumar et Graves, 2014). En Europe, en 2010, le HFT représentait 30 % à 40 % du volume total des transactions, alors qu'il n'en représentait que 9 % en 2007 (Gyurko, 2010; IOSCO, 2011). Dans une récente étude, l'OCRCVM (2011) a révélé qu'au Canada, cette proportion était de 37 %. De plus, si le HFT était à l'origine surtout présent sur le marché des actions et sur le marché des fonds négociés en bourse (*Exchange traded funds*), il tend de plus en plus à s'implanter sur l'ensemble des autres marchés, et plus particulièrement sur le marché des produits dérivés (IOSCO, 2011 ; Mitra, di Bartolomeo, Banerjee et Yu, 2011) et sur le marché des changes (Morin, 2015). Ainsi, bien qu'elles soient approximatives, ces statistiques révèlent au moins deux choses très importantes : le HFT représente une part

importante du volume total des transactions financières et connaît un développement rapide, et ce, aussi bien aux États-Unis et en Europe qu'au Canada⁸.

1.3 Les stratégies mises en œuvre par le HFT

1.3.1 La tenue de marché

Le HFT n'est pas une stratégie en soi, mais plutôt une façon particulière de mettre en œuvre des stratégies déjà existantes. Dans la littérature, les stratégies utilisées par le HFT sont généralement regroupées en trois grandes catégories : la tenue de marché (*market making*), l'arbitrage et les stratégies directionnelles (SEC, 2010; Gomber, Arndt, Lutat et Uhle, 2011; IOSCO, 2011; Leis, 2012; Angel et McCabe, 2013). Dans tous ces cas, il s'agit d'accomplir simultanément deux transactions financières et d'empocher un gain sur le différentiel de prix entre la première et la seconde. La tenue de marché est une pratique qui consiste à « acheter à petit prix et à revendre plus cher ». C'est sur le décalage entre le prix offert à la vente d'un titre et le prix offert à son achat – décalage que l'on nomme la « fourchette de prix » (*bid-ask spread*) – que repose cette stratégie. En effet, un investisseur qui désire accomplir une transaction à un moment X peut trouver le prix du titre à échanger trop bas s'il veut le vendre ou trop élevé s'il veut l'acheter. Il doit alors attendre avant d'envoyer un ordre, c'est-à-dire avant de transmettre à la place de négociation sur laquelle il œuvre sa décision de vendre ou d'acheter le titre en

⁸ Notons que le HFT n'a pas éliminé l'intervention humaine sur les marchés financiers, il a plutôt déplacé le lieu de cette intervention. En effet, selon Leinweber (2009), si la profession de trader devient de plus en plus obsolète, celles de physicien, de mathématicien et d'ingénieur en informatique et en intelligence artificielle s'imposent de plus en plus, et ce, pour deux raisons principales. D'une part, les algorithmes ont besoin d'être construits, testés, puis optimisés, et ce processus requiert une expertise scientifique particulière, soit celle de scientifiques hautement scolarisés. D'autre part, une fois en utilisation, ils ont besoin d'être fréquemment ajustés, voire remplacés, puisqu'ils deviennent très rapidement obsolètes. À cette nécessité de modifier les algorithmes s'en ajoute une autre, soit l'obligation d'altérer les stratégies boursières des algorithmes en vue d'éviter que celles-ci ne soient découvertes et déjouées par d'autres algorithmes de HFT. La durée de vie d'un algorithme sur les places boursières n'étant que de quelques jours à quelques mois, l'intervention de ces mathématiciens, ingénieurs et physiciens remarquablement qualifiés devient indispensable. Aujourd'hui, la bourse n'est donc plus uniquement un monde de traders : elle est devenue un monde d'experts technoscientifiques.

question. La tenue de marché consiste à tirer avantage de cette situation en achetant le titre à un prix un peu moins élevé que celui qui est offert par un investisseur qui désire vendre et en le revendant à un prix un peu plus élevé que celui auquel l'investisseur désireux d'acheter est prêt à payer. Supposons, par exemple, que la meilleure offre d'achat pour un titre financier soit celle d'un investisseur prêt à payer un maximum de 10,00 \$, et que la meilleure offre de vente soit celle d'un investisseur prêt à s'en départir pour 10,10 \$. Nous sommes devant une situation sans issue, puisque l'acheteur refuse de payer plus de 10,00 \$, alors que le vendeur n'accepte pas de le vendre à moins de 10,10 \$. Afin de tirer profit de cet état de fait, le teneur de marché va alors acheter le titre à 10,04 \$ et le revendre à 10,06 \$, faisant ainsi un profit de 0,02 \$. Le vendeur et l'acheteur accepteront pour leur part cette offre plutôt désavantageuse s'ils sont à la recherche de l'immédiateté transactionnelle (il s'agit, en d'autres termes, du coût à payer pour l'immédiateté). Dans la mesure où le profit moyen accompli par les opérateurs haute fréquence sur chaque transaction n'est, en moyenne, que de 0.001 \$, un grand volume de transactions est par conséquent généré en vue de maximiser la rentabilité de cette pratique.

1.3.2 L'arbitrage

L'arbitrage, seconde stratégie utilisée par le HFT, consiste quant à elle à tirer avantage de l'écart de prix entre deux produits financiers structurellement ou statistiquement corrélés. Dans le cas de l'arbitrage structurel, il s'agit essentiellement d'observer le cours d'un même titre financier sur différents marchés et de tirer profit des écarts de prix. Par exemple, supposons qu'un titre financier donné se vende en même temps 4,90 \$ à la Bourse de Toronto et 4,91 \$ à la Bourse de New York. Un arbitragiste tirera dès lors avantage de cette situation en achetant le titre à 4,90 \$ à Toronto et en le revendant aussitôt 4,91 \$ à New York, car cela lui permettra d'empocher un profit de 0.01 \$ sur chaque titre acheté et revendu de cette manière. Dans le cas beaucoup plus complexe de l'arbitrage statistique, il s'agit de profiter de

la différence entre un prix de marché et un prix donné par un modèle mathématique. À partir de modèles quantitatifs, ce type d'arbitrage vise à trouver deux actifs qui évoluent de façon conjointe et, lorsque l'écart de prix se creuse entre eux, à vendre l'actif à la hausse, avant qu'il ne redescende, et à acheter l'actif à la baisse, avant qu'il ne remonte.

1.3.3 Les stratégies directionnelles

Le HFT emploie finalement des stratégies dites directionnelles. Sur la base d'informations jugées pertinentes, telles que les mouvements passés des prix, les nouvelles macroéconomiques ou les rapports comptables d'entreprises, il s'agit ici d'anticiper l'évolution future à la hausse ou à la baisse de titres individuels ou du marché dans son ensemble. Bien que ces stratégies n'aient rien d'inusité, la nature des stratégies directionnelles mises en œuvre par le HFT est cependant nouvelle puisqu'elles reposent sur la vitesse et, partant, sur la technologie. En effet, plutôt que d'être fondées sur l'information relative aux prix passés et au contexte économique, elles sont fondées sur l'information relative aux ordres d'achat et de vente (O'Hara, 2014). Par exemple, un algorithme de HFT peut mettre en œuvre une stratégie nommée *liquidity detection* qui consiste à détecter l'existence d'un ordre d'achat ou de vente important, lequel a été *a priori* caché ou découpé par l'algorithme simple d'un investisseur afin de minimiser les impacts de marché. Dans le but d'amener l'investisseur à révéler ses intentions d'achat ou de vente et, ainsi, de détecter l'ordre caché ou découpé, l'algorithme de HFT décompose un ordre en petites pièces (entre 100 et 500) ayant chacune un prix différent. Par la suite, il les envoie au serveur central d'une plate-forme de négociation donnée, puis les annule rapidement une fois que le prix recherché a été trouvé. L'algorithme achète ou vend alors l'ensemble des titres demandés ou offerts par l'investisseur qui sont disponibles sur les marchés, puis les lui revend ou rachète quelques millisecondes plus tard, avec un léger profit. Ces

stratégies directionnelles sont cependant controversées, puisqu'elles sont souvent considérées comme étant abusives.

1.4 La microstructure des marchés et les analyses du HFT

En raison de la nouveauté du HFT et de son utilisation de plus en plus répandue, beaucoup d'études ont été produites en vue de comprendre les effets de cette pratique sur les marchés financiers. De façon générale, c'est la microstructure des marchés qui s'y est intéressée. Pour la définir simplement, la microstructure est une branche particulière de la finance de marché qui étudie l'effet des mécanismes d'échange et des comportements des investisseurs sur l'efficience et l'allocation des ressources financières. S'appuyant sur la théorie néoclassique ou standard, la microstructure stipule que le rôle des marchés financiers est d'assurer l'allocation efficace des ressources financières, c'est-à-dire de les diriger vers les projets économiques les plus rentables. Dans cette perspective, l'offre de capitaux provient des ménages (investisseurs), qui disposent de ressources qui excèdent leur besoin de consommation immédiat, et la demande des entreprises, de l'État et autres entités publiques qui sont pour leur part en quête permanente de ressources pour financer leurs projets. En ce qui concerne l'orientation des capitaux, celle-ci s'accomplit sur les marchés financiers, par l'entremise des prix, lesquels sont censés renseigner sur la rentabilité des titres émis par les demandeurs de fonds, c'est-à-dire sur la somme de

flux que ceux-ci permettront d'obtenir dans les années à venir⁹. En tant qu'information à partir de laquelle s'effectue l'évaluation des actifs, les prix sont considérés s'ajuster de manière à égaliser l'offre et la demande globale de capitaux : ils baissent si l'offre est supérieure à la demande et augmentent dans le cas inverse. En effet, quand le prix d'un titre est supérieur à la valeur fondamentale calculée, la demande diminue et l'offre augmente. Au contraire, lorsque le prix annoncé est inférieur à la valeur estimée, la demande augmente et l'offre diminue. Lorsque le prix de chaque titre disponible sur le marché est présumé correspondre immédiatement à sa valeur fondamentale, l'offre et la demande globale sont alors censées s'égaliser et atteindre l'équilibre général. À ce moment précis, l'allocation de l'épargne disponible est réputée s'accomplir de façon optimale, c'est-à-dire de telle sorte qu'il n'y ait ni pénurie ni gaspillage. Plus concrètement, cela veut dire que, d'un côté, les

⁹ Dans une perspective néoclassique, c'est précisément l'information concernant la valeur fondamentale des actifs que le prix est censé révéler. Pour mesurer le degré d'intégration de l'information au prix, la notion d'efficience informationnelle développée par Eugene Fama dans son article de 1970 intitulé « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work » sera utilisée. Dans cet article, Fama définit en fait trois formes d'efficience des marchés, lesquelles se rapportent à des ensembles d'informations différentes : la forme faible, la forme semi-forte et la forme forte. Dans la forme faible, les marchés sont dits efficaces si les cours actuels reflètent la totalité des informations concernant l'historique des cours passés. Dans la forme semi-forte, les cours comprennent toutes les informations publiquement disponibles au moment présent. Cette information publique inclut, bien sûr, les variations antérieures des cours, mais aussi les comptes des sociétés, les avis d'experts, les données publiées dans la presse financière, les décisions des autorités monétaires, etc. Finalement, dans sa forme forte, en plus de refléter les données sur les cours passés et les informations publiques, les prix intègrent également les informations privées ou privilégiées détenues par un petit groupe d'investisseurs. Incorporant à tout instant l'ensemble des informations disponibles concernant leur valeur fondamentale, les marchés sont alors considérés comme complètement efficaces. À ce moment, l'asymétrie dans la répartition de l'information disparaît forcément, puisque la totalité des données à connaître se trouve intégrée dans le prix. Dans leur article intitulé « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets » (1980), Stanford J. Grossman et Joseph Stiglitz ont toutefois démontré qu'un marché ne peut jamais être complètement efficace sur le plan informationnel lorsque l'acquisition de l'information comporte un coût. En effet, selon eux, « because information is costly, prices cannot perfectly reflect the information which is available, since if it did, those who spent resources to obtain it would receive no compensation. There is a fundamental conflict between the efficiency with which markets spread information and the incentives to acquire information » (p. 405). Autrement dit, si le prix d'un actif reflète déjà l'ensemble des données disponibles à propos de sa valeur fondamentale, personne alors ne tentera d'acquérir d'informations sur l'actif en question, puisqu'il n'y a aucun gain à retirer.

investisseurs financent les projets dont la valeur actualisée nette est la plus élevée et que, de l'autre, aucun projet « rentable » n'est écarté par manque de capitaux.

Selon cette conception, l'efficience allocative ne peut être atteinte que sur les marchés où les investisseurs peuvent à tout moment passer d'un titre à un remboursement en monnaie. La liquidité est donc, en ce sens, la principale condition sur laquelle repose l'allocation des ressources. Ce lien entre liquidité et allocation efficace des ressources financières est d'ailleurs très bien exprimé par l'IOSCO (2011, p. 9) dans le passage suivant :

[I]t is important to seek that financial markets continue to fulfill their role in financing the real economy, by channeling investment and saving, facilitating capital formation and efficiently allocating and transferring risks. Financial markets should be efficient, fair, orderly and transparent. Investors should easily and rapidly be able to determine the best available price in the market. Access to markets should be fair. Deep and liquid markets create opportunities for listed companies to raise funds and opportunities for participants to invest and to manage risk. They also embody active and efficient price formation through trading, quickly pricing in news and reflecting changing attitude towards risk. Efficient markets minimize transaction and search costs, and limit inherent information asymmetries between issuers, investors and their agents that can lead to loss of confidence and reluctance to participate. For instance, investors and market participants fear a lack of information and, especially, the risk of trading with a party that has superior information or manipulative intent.

Dans cette perspective, le rôle de la bourse consiste alors à assurer cette liquidité par la mise en place de règles de négociation et de mécanismes d'échange.

Concevant le HFT comme un mécanisme d'échange mis en place par les organisations boursières en vue d'augmenter la liquidité et d'améliorer l'allocation des ressources financières, la microstructure s'est rapidement demandée si le HFT produisait bel et bien les effets escomptés. En fait, à l'intérieur de ce champ d'études, on retrouve généralement trois grandes catégories d'analyse du HFT, soit celles qui se sont penchées sur les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité; celles qui se sont intéressées à l'impact de cette pratique sur l'intégrité des marchés; puis,

finalement, celles qui ont porté sur les risques systémiques induits par ce nouveau phénomène.

1.4.1 Les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité

La première catégorie d'analyse que l'on retrouve dans la littérature en microstructure des marchés porte sur les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité. Comme nous l'avons mentionné précédemment, pour la microstructure des marchés, la liquidité est une composante fondamentale des marchés financiers. En effet, c'est elle qui permet aux investisseurs de passer en un instant d'un titre à un remboursement en monnaie. Ainsi, d'un point de vue microstructurel, un marché sera considéré liquide si les mécanismes d'échange mis en place permettent aux investisseurs d'acheter ou vendre un nombre important de titres quand ils le souhaitent, au moindre coût, et sans que cela n'ait un impact sur les prix (Harris, cité dans Guyot, 2007). Partant de cette explication, la microstructure de la liquidité sera définie à partir de trois critères : l'étroitesse, la profondeur et la résilience (Black [1971] et Kyle [1985], dans Guyot, 2007).

1.4.1.1 L'étroitesse

L'étroitesse d'un marché se caractérise par le temps nécessaire à un investisseur pour renverser sa position et par les frais qu'il devra déboursier pour le faire. Plus le délai d'exécution d'un ordre et les frais transactionnels seront faibles, plus le marché sera considéré comme étroit. Les frais de transaction comprennent généralement deux types de coûts distincts : 1) les coûts explicites, qui incluent les taxes d'entrée sur le marché et les coûts de « *back office* » liés au traitement des ordres, et 2) les coûts implicites, qui, se rapportant à la fourchette de prix, constituent la rémunération du service de liquidité (O'Hara, 1995; Biais, Foucault et Hillion, 1997; Guyot, 2007). Nonobstant l'existence des premiers coûts, qui sont fixes et

fonctions de la quantité de titres, la fourchette représente le principal coût de l'étroitesse.

Simplement définie, la fourchette de prix est la différence entre le prix demandé et celui offert sur le marché, c'est-à-dire « les prix auxquels un investisseur peut respectivement acheter ou vendre une certaine quantité de titres » (Guyot, 2007, p. 24). Pour la microstructure, elle est le résultat d'un décalage temporel entre l'offre et la demande (Demsetz, 1968). En effet, puisque, pour un titre donné, à un moment donné, il est toujours possible qu'il n'y ait aucun individu disposé à acheter le titre en question au prix offert et, à l'inverse, qu'il n'existe aucun individu désirant le vendre au prix demandé, deux prix apparaissent plutôt qu'un seul. C'est ce qu'explique O'Hara (1995, p.5) dans le passage suivant :

[A]t any point in time there are two sources of supply and demand in the market. On the demand side, there is one demand arising from traders who want to buy immediately, and another coming from traders who want to buy but do not feel the need to do so at this particular time. The supply side of the market is defined analogously. If there is an imbalance of traders wanting to buy now, then either some buyers have to wait for sellers to arrive, or they can offer a higher price to induce those waiting sellers to transact now. Similarly, if there is an imbalance of sellers wanting to trade now, a lower price must be bid to induce more demanders to trade now. This results in two prices, not one [...].

Pour surmonter cette situation, un service d'immédiateté doit donc exister. Celui-ci peut être assuré soit par l'activité d'une personne désignée appelée « teneur de marché », soit par les investisseurs eux-mêmes, au moyen d'ordres à cours limité. Dans le premier cas, qui correspond à ce que l'on appelle un marché dominé par les prix, le teneur de marché fournit de la liquidité au marché en se proposant comme contrepartie de l'échange (O'Hara, 1995; Biais, Foucault et Hillion, 1997; Guyot, 2007). Comme l'explique Guyot (2007, p. 28), « il est rémunéré par la cotation d'une fourchette de prix – un prix demandé – *ask* – et offert – *bid* – auxquels il accepte de se porter contrepartie respectivement à un ordre de vente – d'achat ». Dans l'autre cas, la liquidité n'est pas assurée par une contrepartie officielle, mais par les

investisseurs eux-mêmes (Biais, Foucault et Hillion, 1997; Goyeau et Tarazi, 2006). Sur ce type de marché, appelé marché dirigé par les ordres, deux types d'ordres peuvent être soumis : les ordres à cours limité et les ordres au marché. Lorsqu'un investisseur soumet le premier type d'ordre, il spécifie, selon sa position, le prix plafond au-dessus duquel il n'est plus acheteur ou un prix plancher, en dessous duquel il n'est plus vendeur. L'ordre à cours limité garantit le cours d'exécution, mais pas l'exécution elle-même. Pour qu'un ordre à cours limité soit exécuté, un ordre au marché qui, pour sa part, garantit l'exécution doit être envoyé par un investisseur cherchant l'immédiateté transactionnelle. Sur ce type de marché, la liquidité est donc assurée par les investisseurs soumettant des ordres limites, puisque ce sont ces ordres qui permettent aux investisseurs pressés d'échanger sans délai.

Quels sont les déterminants de la fourchette de prix? Autrement dit, sur quelle base les teneurs de marché ou les investisseurs détermineront-ils les nouveaux prix proposés? Deux paradigmes ont répondu à cette question : le paradigme de l'inventaire et le paradigme informationnel¹⁰. Le paradigme de l'inventaire postule que les teneurs de marché ont des portefeuilles sous-optimalement développés par

¹⁰ Les analyses de la fourchette de prix se sont essentiellement penchées sur les marchés gouvernés par les prix, c'est-à-dire sur les marchés où le service de liquidité est assuré par un spécialiste. Selon O'Hara (1995), ces analyses peuvent néanmoins être facilement étendues aux marchés gouvernés par les ordres. Cependant, il importe selon lui d'indiquer qu'on ne peut procéder à une généralisation complète de ces analyses aux marchés gouvernés par les ordres, l'importance moindre, voire l'absence de coûts d'inventaire pour les investisseurs générant des ordres limites posant obstacle à une telle généralisation.

rapport aux autres investisseurs à qui ils offrent l'immédiateté¹¹ (O'Hara, 1995; Biais, Foucault et Hillion, 1997). S'intéressant aux objectifs poursuivis par le teneur de marché, Stoll (1976) explique en effet que celui-ci ne peut pas simplement être considéré dans sa fonction de fournisseur d'immédiateté, mais qu'il doit également être vu en tant qu'acteur financier qui, cherchant comme tout autre investisseur à maximiser son investissement, affiche des préférences pour certains titres financiers. Or, contrairement aux autres investisseurs présents sur les marchés financiers, le teneur de marché prend le risque d'altérer son inventaire, c'est-à-dire l'ensemble de titres qu'il possède en vertu de ses préférences, afin d'accommoder les autres investisseurs dans leur désir d'échanger. Selon les modèles d'inventaire, c'est cette altération qui, en vertu des risques qu'elle engendre pour celui qui la subit, donne lieu

¹¹ Ce postulat repose sur la théorie du portefeuille développée par Harry Markowitz (1952; 1991). Stipulant qu'il est primordial pour tout investisseur financier d'évaluer à la fois le taux de rentabilité d'un instrument financier et son risque, qui correspond à la probabilité que ce taux ne se réalise pas, cette théorie s'intéresse à la façon dont les investisseurs doivent composer leur portefeuille afin que celui-ci présente le risque le plus faible possible. Pour Markowitz, un portefeuille est un ensemble d'instruments financiers dont la rentabilité correspond à la somme des rentabilités de chaque titre pondérée par la proportion que représente la valeur du titre dans l'ensemble de la valeur du portefeuille. Selon lui, plus il y aura de titres différents dans le portefeuille, plus grande sera la chance que la rentabilité espérée se réalise effectivement. Cette tendance relève en fait de la loi de la probabilité : en moyenne, les écarts entre les réalisations et les espérances seront toujours moins importants sur un portefeuille observé au cours d'une période donnée que sur un seul et même titre observé sur une longue période. De cette loi, on comprend donc que, pour Markowitz, c'est la diversification qui, en réduisant le niveau de risque global d'un portefeuille, permet par le fait même d'en augmenter la rentabilité. Pour mesurer le degré de diversification d'un portefeuille, Markowitz utilise un paramètre bien particulier que l'on nomme coefficient de corrélation. Plus spécifiquement, ce paramètre permet de mesurer la fluctuation commune entre deux variables aléatoires. Plus leur tendance à bouger en même temps sera importante, plus le coefficient de corrélation sera élevé. Ce coefficient s'inscrit sur un continuum qui peut aller de +1 à -1. Si les variables sont parfaitement corrélées, le coefficient est de +1. Si elles sont inversement corrélées, le coefficient est de -1. Si elles ne sont pas du tout corrélées, le coefficient est de 0. Ainsi, pour deux titres positivement corrélés, les périodes de haut rendement de l'un correspondent à des périodes de haut rendement pour l'autre. Il en va de même pour les moments de mauvaise performance. Par contre, si elles sont négativement corrélées, les phases de bonne performance du premier correspondent à des phases de sous performance pour le second, et *vice versa*. Dans le contexte d'une corrélation nulle, les performances de l'une n'indiquent toutefois rien sur celles de l'autre. Ainsi, grâce à ce paramètre, Markowitz a finalement démontré mathématiquement en quoi le fait de diversifier le portefeuille en mettant ensemble des instruments financiers qui sont peu ou pas corrélés permettait de réduire la volatilité du portefeuille et, partant, d'abaisser au maximum le risque moyen.

à des écueils qui devront être compensés par les gains qui seront tirés de la fourchette de prix.

Trois éléments sont alors réputés avoir un impact sur l'évolution de la fourchette de prix : le niveau de risque encouru, le volume de transactions et l'environnement concurrentiel (O'Hara, 1995 ; Biais, Foucault et Hillion, 1997 ; Guyot, 2007). D'abord, les déterminants spécifiques de la prime de risque demandée par le spécialiste dépendent de l'importance de la déviation de la position d'inventaire originale – déviation qui, pour Stoll (1976) et Ho et Stoll (1981), dépend pour sa part de la variance des prix de l'actif, c'est-à-dire de leur écart par rapport à la rentabilité espérée –, de la durée anticipée de détention de l'inventaire, du capital investi dans l'activité de tenue de marché (en recherche d'informations, notamment) et du niveau d'aversion au risque du teneur de marché. Selon le niveau de risque de sa position, le teneur de marché établira une fourchette de prix plus ou moins importante en vue d'orienter les flux d'ordres dans la direction qui lui permettra de rééquilibrer son portefeuille. Ainsi, plus il s'éloignera de sa position préférée, moins il sera enclin à fournir de la liquidité. Ce faisant, il établira une fourchette importante pour limiter les transactions et éviter que sa position désavantageuse ne se renforce. À l'inverse, lorsque sa position sera intacte, il établira une fourchette de prix étroite afin de favoriser les flux transactionnels et apportera par conséquent de la liquidité au marché.

Le volume de transactions est le deuxième élément réputé avoir un impact sur l'évolution de la fourchette de prix. En effet, dans la mesure où les coûts transactionnels sont un montant constant par transaction, ce montant varie donc en fonction du volume échangé. Ainsi, plus le volume sera petit, plus grands seront les coûts par transaction. À l'inverse, plus le volume de transactions sera élevé, plus faibles ces coûts seront.

Finalement, l'environnement concurrentiel a lui aussi une grande influence sur l'évolution de la fourchette. S'appuyant sur Ho et Stoll [1980], Guyot (2007, p. 41) explique qu'en situation de monopole :

[L]a politique de prix du teneur de marché obéit aux seuls facteurs de la gestion de la position d'inventaire et du comportement de la demande de liquidité. Le teneur de marché affiche donc des prix cotés au-delà de ses prix de réserve, et réalise un profit non nul lié à son avantage de monopoleur. En revanche, en situation concurrentielle, le teneur de marché possédant les prix de réserve les plus compétitifs s'alignera sur son concurrent le plus proche afin de réaliser un profit positif.

Ainsi, dans les modèles de l'inventaire, plus il y aura de teneurs de marché sur un même marché, plus les fourchettes de prix sur ce marché auront tendance à rétrécir : d'un côté, les risques d'altération de l'inventaire seront répartis sur plusieurs individus plutôt que sur un seul, de l'autre, ils se feront compétition entre eux pour attirer le plus d'opérateurs possibles, ce qui les obligera à offrir une fourchette de prix plus mince.

Le paradigme informationnel interprète quant à lui les déterminants de la fourchette d'une toute autre façon, et ce, essentiellement parce que sa prémisse de base est différente de celle du paradigme de l'inventaire, lequel part du postulat selon lequel les agents sont foncièrement hostiles au risque. Le paradigme informationnel suppose en fait que les investisseurs ne possèdent pas toutes les mêmes informations concernant les variables qui peuvent influencer le cours des titres. Dans le cadre de ce modèle d'analyse, il existe donc sur les marchés des agents plus informés que d'autres, c'est-à-dire des agents qui détiennent une information privilégiée et qui, voulant bénéficier de leur avantage avant que cette information ne soit divulguée, sont par conséquent demandeurs d'une plus grande immédiateté transactionnelle (Guyot, 2007).

Or, afin de soutirer un maximum de bénéfice de son information privilégiée, l'agent informé, anticipant les anticipations des autres opérateurs, veille presque

toujours à camoufler ses intentions de vente ou d'achat, et ce, au détriment d'autrui. Ce faisant, leur présence sur les marchés induit un coût supplémentaire de sélection adverse pour les teneurs de marché qui ne parviennent pas à anticiper correctement les intentions des agents informés. Ainsi, pour les modèles d'analyse développés dans le cadre du paradigme informationnel, la fourchette de prix n'est plus une forme de compensation contre les risques d'inventaire, mais un mécanisme de protection contre la sélection adverse, c'est-à-dire contre les pertes pouvant être induites par l'échange informé. Dans ce modèle d'analyse, la taille de la fourchette de prix est donc proportionnelle au nombre d'investisseurs informés sur le marché. Pour O'Hara (1995) et Hasbrouck ([1991] dans Guyot, 2007), les transactions de taille importante contribuent également à l'élargissement de la fourchette, puisqu'elles sont plus susceptibles de faire varier les prix, et ce, au détriment d'autrui. Cela dit, que la fourchette varie en fonction du niveau d'altération de l'inventaire ou du niveau de sélection adverse, elle est néanmoins toujours associée à un service de liquidité et représente par conséquent le principal coût de l'étroitesse.

1.4.1.2 La profondeur

La profondeur est le second critère à partir duquel se définit la liquidité. Selon Guyot (2007, p. 24), « la profondeur d'un marché financier définit la taille minimale du flux d'ordres requis pour faire fluctuer les prix de marché, ou encore l'importance du nombre de titres portés à l'échange ». Ainsi, un marché est donc considéré profond lorsqu'il existe un nombre important de titres disponibles pour l'échange et/ou lorsque des transactions de tailles importantes peuvent être effectuées sans provoquer d'impact majeur sur les prix.

1.4.1.3 La résilience

Dernier critère à partir duquel la liquidité est définie, la résilience se rapporte pour sa part à la capacité du marché à absorber rapidement les variations temporelles des cours. En effet, selon Schwartz et Francioni (2004), « a market is resilient if temporary price changes due to temporary order imbalances quickly attract new orders to the market that restore reasonable share values. Trades are less apt to be made at inappropriate prices when a market is resilient » (p. 61). En ce sens, la résilience est donc indissociable de la profondeur des marchés.

À partir des critères sur la base desquels un marché liquide est défini, soit l'é étroitesse, la profondeur et la résilience, trois éléments seront utilisés dans les études en microstructure des marchés pour mesurer la liquidité : la taille de la fourchette, le volume d'échanges réalisés et, finalement, le délai séparant deux transactions, ordres ou révision de prix (Guyot, 2007). Dans un premier temps, puisque, sur un marché liquide, l'échange s'effectue idéalement sans délai, et que ce délai est d'autant plus grand que la fourchette de prix est importante, la fourchette de prix servira de mesure de la liquidité. Ainsi, un marché sera d'autant plus liquide que la fourchette de prix sera mince. Ensuite, dans la mesure où la liquidité est fonction du nombre de titres portés à l'échange, le volume d'échanges sera généralement utilisé pour capturer le degré de profondeur d'un marché. En ce sens, plus grand sera le volume échangé, plus grande sera la liquidité. Finalement, puisque la liquidité disponible sur un marché dépend du degré de résilience de celui-ci, et que la résilience se mesure à la vitesse à laquelle le marché absorbe les variations temporelles des cours, la fréquence entre deux transactions, ordres et révisions de prix sera une troisième mesure de la liquidité. Ainsi, plus haute sera la fréquence des transactions, plus vite les cours cesseront de fluctuer, et plus liquide sera le marché.

Dans la littérature, plusieurs se sont questionnés sur les effets du HFT sur la liquidité. Dans une des premières études académiques consacrées au HFT, Cvitanic et

Kirilenko (2010) avancent que la présence d'opérateurs haute fréquence sur les marchés oblige les opérateurs humains à augmenter leur vitesse d'exécution. Ce faisant, les algorithmes de HFT réduisent considérablement le temps entre chaque transaction et contribuent donc, en ce sens, à la croissance du volume de transactions. Partant, ils contribuent à l'augmentation de la liquidité, c'est-à-dire à la capacité, pour les investisseurs, de passer en un instant d'un titre à un remboursement en monnaie.

Gerig et Michayluk (2010) soutiennent pour leur part que les teneurs de marché haute fréquence sont plus polyvalents que les teneurs de marché traditionnels, car, contrairement à ces derniers, qui opèrent sur un seul titre, ceux-ci peuvent effectuer des transactions sur plusieurs titres et catégories de titres à la fois. Étant ainsi capables d'analyser rapidement l'information relative à plusieurs actifs corrélés, ils font varier les prix plus rapidement et plus fréquemment que les teneurs de marché traditionnels. Conséquemment, ils augmentent la liquidité en créant des possibilités d'arbitrage.

Gomber, Arndt, Lutat et Uhle (2011) se sont pour leur part intéressés au *liquidity rebate* offert par les bourses pour chaque ordre limite effectué, lequel vise explicitement à augmenter la liquidité disponible et, ce faisant, à attirer un maximum d'opérateurs. Les auteurs expliquent que, depuis la mise en place de ce nouveau service, « members removing liquidity from the market (taker; aggressive trading) are charged a higher fee while traders who submit liquidity to the market (maker; passive trading) are charged a lower fee or are even provided a rebate » (p. 26). Selon eux, non seulement cette réduction de coûts augmente le nombre d'opérateurs HFT générant des ordres limites, mais elle contribue aussi à la cotation de fourchettes de prix plus étroites en raison de la concurrence accrue entre ces mêmes opérateurs. Par l'entremise de ce rabais, les opérateurs HFT deviennent donc non seulement les principaux fournisseurs d'immédiateté sur les marchés, mais ils augmentent également le niveau de liquidité.

1.4.2 L'impact du HFT sur l'intégrité des marchés

1.4.2.1 Les effets du HFT sur l'équité concurrentielle

Plusieurs chercheurs se sont également intéressés aux effets du HFT sur l'intégrité des marchés. Selon l'International Organization of Securities Commission (IOSCO) (2011, p. 8), « market integrity is the extent to which a market operates in a manner that is, and is perceived to be, fair and orderly and where effective rules are in place and enforced by regulators so that confidence and participation in the market is fostered ». La première préoccupation liée à l'intégrité des marchés concerne l'accès équitable aux données de marché. En effet, tel que nous l'avons expliqué précédemment, il est primordial pour un opérateur qui souhaite profiter des fluctuations passagères survenant sur les marchés financiers d'être le premier à les découvrir. Ce faisant, pour devenir plus rapide que les autres, un opérateur de HFT doit obligatoirement investir dans des dispositifs technologiques toujours plus puissants, tels que des ordinateurs et des algorithmes. Sans ces instruments, il lui serait impossible de rivaliser en vitesse et il serait évincé de la course. Or, ces dispositifs technologiques étant extrêmement coûteux, ils demeurent la prérogative de ceux qui peuvent se les offrir. Ainsi, dans la mesure où le HFT élimine les « petits joueurs » de la course, beaucoup se demandent si cette nouvelle pratique ne conduirait pas à la mise en place d'un marché financier à « deux vitesses » (OCRCVM, 2011 ; IOSCO, 2011). Par extension, la question de la colocation a également été abordée. Tout comme pour la technologie, on se demande si ce service ne donnerait pas un avantage déloyal aux opérateurs de HFT, pour qui la latence est un enjeu primordial.

1.4.2.2 Les effets du HFT sur les investisseurs institutionnels

Une autre préoccupation liée à l'intégrité concerne cette fois les effets du HFT sur les opérations des investisseurs institutionnels. Par exemple, dans la mesure où certaines stratégies directionnelles permettent aux algorithmes de HFT de détecter les

ordres d'achats importants, ou encore, de faire varier les prix en leur faveur, on se demande si cette pratique ne causerait pas préjudice à cette catégorie de grands investisseurs (SEC, 2010 ; IOSCO, 2011 ; Jarrow et Protter, 2011). À cette interrogation s'ajoute une autre, qui concerne cette fois leur capacité à suivre les cours de la bourse. On se demande effectivement si la difficulté qu'éprouvent les investisseurs institutionnels à suivre en temps réel la fluctuation des prix ne les rendrait pas dépendants des opérateurs haute fréquence, lesquels savent mieux qu'eux où se trouve la liquidité.

Pour Jovanic et Menkveld (2010) et Foucault, Biais et Moinas (2011), le HFT induit effectivement des coûts supplémentaires pour les investisseurs institutionnels. En effet, en ce que la rapidité permet aux opérateurs haute fréquence d'être mieux informés que les autres, elle engendre par conséquent un problème de sélection adverse pour les investisseurs plus lents qui, moins bien informés, ne transigent jamais au prix qu'ils souhaitent. Ainsi, pour Foucault, Biais et Moinas (2011), lorsque le nombre d'opérateurs haute fréquence présents sur les marchés dépasse une certaine limite, le problème de sélection adverse peut devenir trop important pour les grands investisseurs et, partant, provoquer leur migration vers d'autres marchés.

Pour Friedrich et Payne (2012), les preuves empiriques sont malheureusement insuffisantes pour statuer si, oui ou non, les stratégies mises en œuvre par le HFT se font au détriment des investisseurs institutionnels. Cependant, pour eux, le simple fait que les stratégies mises en œuvre par le HFT soient *perçues* comme étant défavorables à certaines catégories d'investisseurs peut avoir une incidence sur les marchés. En effet, indiquent-ils, « the fear of predation, as distinct from its actual incidence, could be enough to affect agent willingness to expose their orders to the market » (p. 23). Ainsi, plutôt que d'effectuer leurs transactions sur les bourses, qui sont des marchés financiers réglementés, ils pourraient préférer les accomplir sur des

marchés financiers plus opaques, comme les OTC où les *dark pools*¹², où ils ne sont pas tenus d'afficher les informations relatives à leurs intentions de vente ou d'achat. Poussée à l'extrême, une telle situation pourrait engendrer un assèchement de liquidité à grande échelle, les opérateurs haute fréquence n'ayant plus de contrepartie et se trouvant, par conséquent, obliger d'échanger entre eux.

1.4.2.3 Le HFT et les pratiques abusives

Une dernière préoccupation liée à l'intégrité des marchés financiers concerne cette fois les possibilités de pratiques abusives pouvant être induites par le HFT. De façon générale, deux grandes catégories de pratiques abusives sont reconnues : les opérations d'initié (*insider trading*) et les opérations de manipulation (*market manipulation*) (Leis, 2012; Friederich et Payne, 2012). Dans la mesure où ces deux types de pratiques abusives sont réputés causer préjudices à un acteur ou au marché lui-même, les instances légales considèrent qu'elles doivent être prévenues et condamnées.

Selon Friederich et Payne (2012, p. 5), la différence fondamentale entre les opérations d'initié et les opérations de manipulation « is that the former profits from price movements that are expected to happen, while the latter attempts to engineer price movements to profit from ». Qui plus est, ajoutent-ils, « one is based on privileged information and the other typically is not ». En effet, les opérations d'initié consistent à effectuer une transaction sur la base d'une information privilégiée qui, lorsqu'elle deviendra publique, fera fluctuer les cours dans le sens souhaité par la personne informée. Pour qu'une telle transaction soit considérée abusive par les

¹² Un marché OTC (« Over-the-Counter ») est un marché financier où les transactions s'accomplissent d'un commun accord entre le vendeur et l'acheteur, sans qu'une tierce partie – une chambre de compensation – n'intervienne entre eux. Un *dark pool* est pour sa part une plateforme de négociation alternative, peu ou pas réglementée, sur laquelle les opérateurs ne sont pas tenus de s'identifier et où l'information concernant les ordres d'achat et de vente n'est pas affichée.

instances de régulations, l'information sur laquelle repose la transaction doit être réputée faire fluctuer les cours dans un futur proche, et, plus important encore, avoir été obtenue sans qu'aucun coût n'ait été engendré, soit dans le cadre d'une position privilégiée d'intermédiaire. Dans cette perspective, expliquent Friederich et Payne (2012, p. 7),

The unfairness [of insider trading] arises not so much because the trades of insiders are likely to inflict a trading loss to their counterparties, but because information was "privileged" i.e. received by virtue of the insider's function, and not by the resources that they expended seeking it.

En ce qui concerne les opérations de manipulation, celles-ci impliquent que l'opérateur parvienne *intentionnellement* à provoquer une fluctuation *artificielle* des prix, puis, lorsque ceux-ci se stabilisent dans le sens souhaité, à déboucler sa position en empochant un certain profit. Traditionnellement, la manipulation peut être accomplie de deux façons. D'abord, elle peut s'effectuer en disséminant de la fausse information sur les marchés. En effet, selon Leis (2012, p. 32), « information-based manipulation consists in issuing misleading information or disseminating false rumours about financial instrument ». Deux techniques de manipulation différentes sont généralement réputées appartenir à cette pratique : le *scalping* et le *short and distort*. Alors que la première est liée à la dissémination de fausses informations par un professionnel des marchés financiers, tel un *broker*, la seconde consiste quant à elle à prendre une position longue sur un actif et, en même temps, à disséminer de la fausse information positive à son propos en vue d'en gonfler artificiellement le prix. Inversement, il peut également s'agir de prendre une position courte, puis de faire circuler de l'information négative erronée afin de faire baisser le cours de l'actif visé.

Ensuite, la manipulation peut s'accomplir en effectuant des transactions fausses ou inappropriées en vue de modifier l'état de l'offre et de la demande. Selon Leis (2012, p. 33) :

This manipulation relies on inducing mechanisms of market interpretation which evaluate assets according to offer and demand related signals in error. The only purpose of an artificial transaction is to inflate or depress the apparent supply, demand or price of a product without any commercial rationale and/or without the transfer of market risk to the manipulator.

Dans cette catégorie de pratique, la technique de manipulation la plus utilisée s'appelle le *layering* et réfère à l'activité particulière visant à placer des ordres d'achat ou de vente sans par ailleurs avoir l'intention de les exécuter (CESR, citée dans Leis, 2012). Par ces ordres, l'opérateur cherche à donner aux autres investisseurs une impression de liquidité et de quantité et, partant, à en tirer avantage. Il existe plusieurs façons de créer une telle impression. Par exemple, « an abuser could submit multiple layering orders at varying prices on one side of the order book, before submitting and executing an order reflecting a real intention to trade on the other side and cancel all the initial orders » (Commission Européenne, citée dans Leis, 2012, p. 34). Ces pratiques sont, bien entendu, beaucoup plus faciles à effectuer sur les plateformes de négociation informatisées.

Dans la mesure où le HFT repose sur des dispositifs technologiques de pointe, plusieurs se sont demandé si cette pratique n'augmenterait pas les possibilités d'abus de marchés. Plus spécifiquement, ce sont les stratégies directionnelles qui suscitent le plus de questionnements. En effet, si le niveau élevé d'ordres générés puis annulés peut être vu comme étant le résultat d'une adaptations en temps réel des algorithmes haute fréquence à la fluctuation des cours boursiers, il peut également être vu comme une forme de technique permettant d'obtenir de l'information privilégiée sur la base des ordres, et peut par conséquent être vu comme une forme de *front running* (O'Hara, 2014). Le haut niveau d'annulation d'ordre peut également être considéré comme une forme avancée et inusitée de *layering* (SEC, 2010 ; IOSCO, 2011).

La possibilité qu'avec le HFT la manipulation puisse se faire de manière toute nouvelle, à savoir en exerçant une pression temporaire sur les mécanismes d'échange

afin de diriger les opérations dans le sens voulu, est également souvent évoquée (SEC, 2010 ; IOSCO, 2011 ; Leis, 2012 ; O'Hara, 2014 ; Egginton, Van Ness et Van Ness, 2014). La pratique la plus souvent signalée est le *quote stuffing*. Selon Egginton, Van Ness et Van Ness (2014, p. 1), « *quote stuffing is a practice where a large number of orders to buy or sell securities are placed and then canceled almost immediately* ». Selon Leis (2012), lorsqu'ils s'adonnent à cette pratique, les opérateurs haute fréquence poursuivent un double objectif. D'abord, en générant une grande quantité d'ordres factices, ils cherchent à obliger les algorithmes de HFT rivaux à les analyser et, par conséquent, à les ralentir. Ensuite, par cette même technique, ils parviennent également à ralentir les places de négociation dans le traitement des ordres et, ce faisant, à créer artificiellement des opportunités d'arbitrage (ce type d'arbitrage se nomme *time arbitrage* ou encore, *latency arbitrage*).

1.4.3 Les risques systémiques induits par le HFT

Une autre question très importante sur laquelle la microstructure des marchés s'est penchée concerne les risques systémiques liés au HFT. De façon générale, Kaufman et Scott (cités dans Leis, 2012, p. 56) définissent cette catégorie spécifique de risque comme étant « *the risk or probability of breakdown in an entire system, as opposed to breakdown in individual parts or components, and is evidenced by comovements (correlation) among most or all parts* ». Schwartz (2008, p. 204) offre une définition par ailleurs beaucoup plus adaptée à la réalité des marchés financiers. Selon lui,

Systemic risk is the risk that (i) an economic shock such as market or institutional failure triggers (through a panic or otherwise) either (X) the failure of a chain of markets or institutions or (Y) a chain of significant losses to financial institutions, (ii) resulting in increases in the cost of capital or decreases in its availability, often evidenced by substantial financial-market price volatility.

Dans la littérature, le HFT est souvent présumé causer ce type de risques (Leinweber, 2009; SEC, 2010; SEC et CFTC, 2010; IOSCO, 2011; Leis, 2012). En effet, selon Leis (2012, p. 58), « HFT increased the dependence of financial markets on technology and enables market participants to trade at speeds and volumes never seen before, thus exacerbating market stresses and liquidity risks ». Par conséquent, ces risques peuvent donc provenir de plusieurs sources.

1.4.3.1 Le mode opératoire des algorithmes

D'abord, ils peuvent provenir du mode opératoire des algorithmes (Leinweber, 2009; Cliff et Northrop, 2010; Zygrand, 2011; Lenglet, 2011). En effet, en plus d'être sujets à des erreurs de programmation, plusieurs de ces algorithmes sont des algorithmes adaptatifs qui, visant l'« acceptabilité » plutôt que l'optimalité, évoluent en fonction de leurs expériences et s'adaptent à leur milieu de façon plus ou moins aléatoire. Ce faisant, ils adoptent des comportements difficiles à prévoir et, par conséquent, risqués. Comme ces algorithmes sont tous connectés entre eux en réseau, dans un système financier global et informatisé, leurs actions – qu'elles relèvent d'une erreur d'encodage ou qu'elles soient fortuites – peuvent dès lors contaminer tout le système, dans une réaction en chaîne échappant au contrôle humain.

Une autre préoccupation liée au mode opératoire des algorithmes concerne le processus automatisé d'extraction et d'analyse d'informations. En effet, pour tirer profit des corrélations statistiques, il faut que soit analysée toute l'information qui peut affecter les cours. Or, lorsque ce travail est accompli par un algorithme, les risques que celui-ci considère comme pertinente une information qui ne l'est pas, ou qu'il établisse des liens indus entre certaines données, augmentent considérablement. Ces erreurs, aussi minimes soient-elles, peuvent dès lors avoir des conséquences très néfastes puisqu'elles se propagent à la vitesse de l'éclair à tout le système financier.

De telles erreurs peuvent donc créer des paniques boursières sans fondement et, ultimement, conduire à des krachs financiers.

Un évènement survenu en septembre 2008 montre comment de telles erreurs peuvent être dramatiques. Lors de cet épisode, un article datant de 2002 portant sur une possible faillite de la compagnie aérienne United Airlines a été détecté par un algorithme de HFT. Réagissant à cette nouvelle vieille de six ans en vendant d'un seul coup l'ensemble des actions de la compagnie aérienne, l'algorithme a provoqué une panique qui s'est presque instantanément propagée à l'ensemble du marché, conduisant en six minutes à une dégringolade de 76 % du prix des actions de la United Airlines. Autre exemple : le 23 avril 2013, le compte Twitter de l'agence Associated Press (AP), alors victime d'un pirate informatique, a publié un *tweet* piraté annonçant que la Maison-Blanche venait d'être la cible d'une explosion terroriste et que, dans la foulée, le président Obama avait été grièvement atteint. Si les *tweets* constituent une catégorie d'information plus ou moins fiables, ils sont néanmoins surveillés par les algorithmes de HFT. Ce canular a donc immédiatement déclenché une réaction en chaîne : en quelques secondes, des milliards d'ordres ont été retirés des marchés financiers. Résultat : Wall Street a aussitôt perdu quelque 136 milliards de dollars, avant de se rétablir trois minutes plus tard.

1.4.3.2 La capacité de traitement des ordres

Une autre source potentielle de risque systémique provient des effets négatifs du HFT sur la capacité des places de négociation à traiter les ordres. En effet, selon Leis (2012), en raison du nombre important de messages envoyés puis supprimés par les algorithmes de HFT, les bourses sont considérablement ralenties dans l'accomplissement de cette tâche. Or, lorsqu'elles parviennent enfin à les exécuter, l'exécution en question génère de nouveaux ordres qui, encore une fois, vont ralentir le processus de traitement. Dans le cadre de ce processus sans fin,

« The markets' sensitivity rises, thus exposing them to rogue algorithms (i.e. algorithms that malfunction and operate in an unintended way), to end-of-day trading pressures and to strategies focusing solely on short-term profits, which could cause potential de-correlations of prices from market fundamentals (p. 59). »

1.4.3.3 La nature de la liquidité apportée aux marchés

Finalement, les risques systémiques engendrés par le HFT peuvent provenir de la nature de la liquidité apportée par les algorithmes sur les marchés. Pour Sornette et Von der Becke (2011), le risque de liquidité associé aux algorithmes de HFT proviendrait de leur retrait du marché lors de période de stress. En effet, dans la mesure où ces algorithmes ne sont tenus par aucune obligation, ceux-ci peuvent cesser d'émettre des ordres limites lorsque les marchés entrent dans des moments de turbulences et, par conséquent, provoquer un assèchement général de la liquidité. Et comme ils sont les principaux émetteurs d'ordres limites, ces risques sont d'autant plus réels et élevés.

1.4.3.4 Un exemple de crise systémique : le Flash Crash de mai 2010

Le Flash Crash de mai 2010 est généralement utilisé pour illustrer comment le HFT peut conduire à une crise généralisée de liquidité. Lors de cet événement survenu sur les marchés boursiers états-uniens, l'indice Dow Jones Industrial a connu la dégringolade intra-journalière la plus importante de son histoire. En effet, il a chuté de près de 400 points en 3 minutes – ce qui représente plus de 850 milliards de dollars en valeur boursière –, pour connaître une reprise complète quelques minutes plus tard. *A priori*, la cause de cet événement a été associée à un *fat finger*, c'est-à-dire la génération d'un ordre erroné. Or, après plusieurs mois d'enquête menés conjointement, la SEC et la Commodity Futures trading Commission (CFTC) (2010) ont indiqué qu'il était strictement impossible qu'un seul ordre erroné puisse avoir causé aussi rapidement un krach d'une telle ampleur. Dans leur rapport, ils ont plutôt

conclu que cet événement avait été causé par plusieurs facteurs concomitants. D'abord, lors de cette journée spécifique, les marchés financiers ont ouvert dans un contexte de pied de guerre en raison de la crise du crédit européenne, et, plus spécifiquement, de la situation financière de la Grèce. Selon la SEC et la CFTC, cette situation d'incertitude financière s'est d'ailleurs traduite, cette journée-là, par une volatilité plus grande sur les marchés (environ 15.5 % plus élevée qu'à l'habitude), par la hausse des prix des *credit default swaps* émis par le gouvernement grec et par la baisse de la valeur de l'Euro. Ainsi, à 14 h 30, juste avant qu'il ne chute drastiquement, le Dow Jones avait déjà baissé de 2.5 %.

À 14 h 32, la SEC et la CFTC rapportent qu'un important ordre de vente de 75 000 contrats E-Mini S&P 500 a été généré par un algorithme de HFT. Alors qu'un ordre d'une telle ampleur est généralement exécuté en 5 heures, le 6 mai 2010, il fut exécuté en un peu moins de 20 minutes. Selon la SEC et la CFTC, l'ordre en question a été exécuté très rapidement en raison des algorithmes de HFT qui, l'ayant détecté, ont commencé à acheter les contrats, puis, à se les revendre immédiatement entre eux. Pour les deux organisations, « this is consistent with the HFT practice of trading a very large number of contracts, but not accumulating an aggregate inventory » (p. 3). En raison des opérations de vente et d'achat générées par les algorithmes de HFT, l'algorithme de HFT qui, *a priori*, avait envoyé l'ordre d'achat de 75 000 contrats, a assumé à tort qu'il y avait suffisamment de liquidité sur les marchés et, par conséquent, a continué à exécuter son ordre. Ce faisant, le marché des E-Mini s'est effondré, entraînant avec lui le marché des SPY, c'est-à-dire le plus populaire fond négocié en bourse sur l'indice S&P 500. En fait, selon la SEC et la CFTC, la chute du SPY a été provoquée par d'autres algorithmes de HFT qui achetaient alors des contrats E-mini et vendaient des SPY en vue de capturer l'écart de prix.

À 14 h 45, un disjoncteur de protection (*circuit breaker*) a été déclenché. En 5 secondes à peine, les marchés des E-Mini et des SPY sont revenus à la normale. Or, à

ce moment, le krach avait déjà atteint le marché des actions, entraînant avec lui une seconde crise de liquidité. Selon la SEC et la CFTC, celle-ci a été causée par la réaction des teneurs de marché. En effet, réagissant à la panique généralisée qui s'était alors emparée du marché, les teneurs de marché traditionnels ont commencé à offrir des fourchettes de prix beaucoup plus larges, alors que, n'étant tenus par aucune obligation, les teneurs de marché haute fréquence se sont pour leur part complètement retirés du marché, provoquant ainsi l'assèchement de la liquidité. En conséquence, expliquent la SEC et la CFTC (p. 1),

« Over 20,000 trades across more than 300 securities were executed at prices more than 60% away from their values just moments before. Moreover, many of these trades were executed at prices of a penny or less, or as high as \$100,000, before prices of those securities returned to their "pre-crash" levels. »

Immédiatement après le krach, les autorités ont pris la décision d'annuler l'ordre initial duquel a découlé toute cette réaction en chaîne, soit l'ordre de 75 000 contrats sur l'indice E-Mini. Bien que les pertes financières aient été évitées lors de cet événement, la SEC et la CFTC concluent néanmoins que le HFT a grandement participé à son ampleur, notamment en donnant une fausse impression de liquidité, en exploitant des écarts de prix entre des produits corrélés et en se retirant des marchés.

Dans un rapport produit de façon indépendante, Nanex LLC (2010) en vient, elle aussi, à cette conclusion selon laquelle le HFT a joué un rôle prédominant dans la propagation du krach et, par conséquent, dans l'érosion de la liquidité. Or, selon cette firme de développement de services de données financières, c'est plutôt la pratique du *quote stuffing* qui a accentué l'ampleur du krach. En effet,

« On the subject of HFT systems, we were shocked to find cases where one exchange was sending an extremely high number of quotes for one stock in a single second: as high as 5,000 quotes in 1 second! During May 6, there were hundreds of times that a single stock had over 1,000 quotes from one exchange in a single second. Even more disturbing, there doesn't seem to be any economic justification for this. »

Selon Nanex LLC (cité dans Leis, 2012, p. 64), « this is extremely disturbing, [...] because as more HFT systems start doing this, it is only a matter of time before

quote-stuffing shuts down the entire market from congestion »¹³. Jugeant que cette pratique « is a manipulative device designed to overload the quotation system », la firme suggère donc de la rendre illégale. Afin de prévenir la saturation du carnet d'ordres, elle propose également que ceux-ci aient un temps de vie minimum avant qu'ils ne puissent être modifiés et/ou annulés. Notons toutefois que ces recommandations ne seront pas suivies par la SEC.

Pour Cliff et Northrop (2012), peu importe le rôle exact qu'ont joué les algorithmes de HFT dans le Flash Crash de mai 2010, il importe de prendre cette nouvelle forme de négociation au sérieux, puisque celle-ci aurait pu avoir des conséquences beaucoup plus désastreuses. En effet, selon eux, si le Flash Crash était survenu lors de la fermeture des marchés, plutôt qu'en après-midi, la situation aurait été toute autre. Plus spécifiquement, expliquent-ils,

« [T]he true nightmare scenario would have been if the crash's 600 points down-spike, the trillion-dollar write-off, had occurred immediately before market close: that is, if the markets had closed just after the steep drop, before the equally fast recovery had a chance to start. Faced with New York showing its biggest ever one-day drop in the final 15 minutes before the close of business on May 6th, and in the absence of any plausible public-domain reason for that happening, combined with the growing nervousness that the Greek government would default on its sovereign debt and throw the entire Eurozone economic union into chaos, traders in Tokyo would have had only one rational reaction: sell. The likelihood is that Tokyo would have seen one of its biggest ever one-day losses. Following this, as the mainland European bourses and the London markets opened on the morning of May 7th, seeing the unprecedented sell-offs that had afflicted first New York and then Tokyo, European markets would have followed into precipitous freefall. None of this would have been particularly useful in strengthening confidence in the Greek debt crisis or the future of the Euro, either. And, as far as we can tell, the only reason that this sequence of events was not triggered was down to mere lucky timing. Put simply, on the afternoon of May 6th 2010, the world's financial system dodged a bullet (p. 7). »

¹³ Cette phrase semble avoir été retirée du rapport de Naxex. En effet, si elle est citée par Leis (2012) cette phrase, qui est censée apparaître dans la conclusion du rapport, n'apparaît plus dans la version qu'il est actuellement possible de retrouver en ligne (http://www.nanex.net/20100506/FlashCrashAnalysis_CompleteText.html). Il serait donc intéressant de se pencher sur cette étrange disparition.

Pour ces deux auteurs (2010, p, 13), le Flash Crash de mai 2010 a donc montré qu'avec le HFT,

« The global financial markets have become high-consequence socio-technical systems of systems, and with that comes the risk of problems occurring that are simply not anticipated until they occur, by which time it is typically too late, and in which minor crises can escalate to become major catastrophes at timescales too fast for humans to be able to deal with them (p. 13). »

Par conséquent, les risques induits par le HFT sont, selon eux, à prendre très au sérieux.

Bien qu'il comporte des risques systémiques très importants, le HFT n'est pourtant pas proscrit par les instances de régulation. En effet, plutôt que de bannir cette forme particulière de *trading*, les autorités ne font que l'encadrer. Ainsi, malgré les mises en garde quant aux risques que son omniprésence comporte, la réglementation ne vise qu'à lutter contre les pratiques abusives et à amoindrir les possibilités de crises systémiques. Les raisons justifiant cette posture réglementaire sont par ailleurs très faciles à comprendre : non seulement les régulateurs s'appuient sur la littérature actuelle pour encadrer le HFT, mais ils ont eux-mêmes une approche néoclassique des marchés financiers et de la Bourse. En ce sens, parce que, dans la littérature, le HFT est présumé accroître la liquidité disponible sur les marchés, le HFT est donc considéré par les régulateurs comme étant un moyen permettant d'atteindre l'efficacité allocative. En ce sens, il importe de donner libre cours à son déploiement, mais aussi d'encadrer les mauvaises utilisations et les risques qu'il comporte. Pour les instances de régulation, cet encadrement est absolument primordial, puisque « market abuse [and] market failure [can] ultimately lead to an inefficient allocation of resources and damage the role of the market place in capital allocation » (SEC, cité dans Leis, 2012, p. 28). Dans la prochaine section, nous allons nous intéresser aux principales réglementations en vigueur aux États-Unis, en Europe et au Canada.

1.5 Les instances de régulation et le HFT

1.5.1 Les réglementations en vigueur aux États-Unis

En dépit des risques qui lui sont associés, le HFT n'est pas interdit par les instances de régulation. Dans les grands centres financiers occidentaux, les autorités ont plutôt procédé à son encadrement réglementaire. Aux États-Unis, par exemple, la SEC a mis certaines mesures en place qui ne visent presque exclusivement qu'à contrer les abus et à réduire les risques systémiques posés par cette forme de négociation (SEC, 2010, SEC, 2010 ; Gomber, Arent, Lutat et Uhle, 2011 ; Leis, 2012). Premièrement, afin d'augmenter sa capacité à surveiller simultanément l'ensemble des marchés et, par conséquent, prévenir que les crises ne se propagent d'un marché à l'autre par un effet de cascade, elle a mis sur pied le système de surveillance appelé *Consolidated Audit Trail*. Comme son nom l'indique, ce système permet de consolider en un seul endroit l'information concernant les ordres provenant des différents marchés du *National Market System* et, par conséquent, d'assurer leur surveillance en temps réel. Deuxièmement, la SEC a implanté un disjoncteur de protection ciblant des titres individuels ou des catégories de titres, et non plus seulement des bourses particulières, comme c'était le cas auparavant. Troisièmement, elle a proposé une série de règlements visant à préciser les contours d'un ordre erroné. Selon la SEC (cité dans Leis, 2012, et Gomber, Arent, Lutat et Uhle, 2011), cette mesure permet de clarifier quand et à partir de quel prix une transaction doit être jugée incorrecte. Partant, elle permet également, selon elle, d'augmenter la confiance que les investisseurs ont dans le marché lorsque celui-ci est particulièrement volatile. Quatrièmement, la SEC a interdit les *stub quotes*, « which are quotes generated by market makers (or the exchanges on their behalf) at levels far away from the current market in order to fulfill continuous two-sided quoting obligations even when a market maker has withdrawn from active trading » (SEC et CFTC, 2010), obligeant ainsi les teneurs de marché à offrir des prix se situant à l'intérieur d'une fourchette déterminée. Finalement, en obligeant les *brokers* « to put in place risk management controls and supervisory procedures to help prevent erroneous orders, ensure

compliance with regulatory requirements, and enforce pre-set credit or capital thresholds » (SEC, 2010, cité dans Gomber, p. 41), la SEC a ainsi interdit l'accès nu au marché.

1.5.2 Les réglementations en vigueur en Europe

Des mesures similaires à celles adoptées aux États-Unis ont été mises en place en Europe. En effet, en octobre 2011, la Commission européenne a modifié sa Directive sur les marchés d'instruments financiers (mieux connue sous le nom de MiFID). Dans le cadre de cette modification, où le MiFID 2 a vu le jour, la Commission s'est penchée sur les risques systémiques induits par la négociation algorithmique, sans toutefois viser explicitement le HFT. Comme l'explique Leis (2012, p. 72),

As HFT mainly uses sophisticated technology in order to implement existing algorithmic strategies, the proposal defines HFT as “a specific subset of algorithmic trading”. Consequently, HFT is not often directly mentioned in the legal text of the proposal but primarily concerned by the provisions on algorithmic trading.

Ainsi, sans s'adresser directement au HFT, la Commission a néanmoins adopté certaines réglementations pouvant s'appliquer à cette pratique. En fait, deux catégories de règlements ont été instituées : l'une s'adressant aux firmes de trading algorithmique, l'autre aux plateformes de négociation.

Dans la première catégorie, quatre mesures ont été mises en place.

Premièrement, les firmes engagées dans le trading algorithmique

« [Need to have] effective systems and risk controls to ensure that its trading systems are resilient and have sufficient capacity, are subject to appropriate trading thresholds and limits and prevent the sending of erroneous orders or the system otherwise functioning in a way that may create or contribute to a disorderly market (Commission européenne, citée dans Leis, p. 72). »

Deuxièmement, elles doivent également soumettre à l'Autorité nationale de laquelle elles relèvent un rapport annuel faisant état de la nature des stratégies algorithmiques

utilisées et des mécanismes de contrôle des risques mis en place (Commission européenne, dans Leis, p. 72). Troisièmement, lorsqu'elles s'adonnent à des stratégies de *market making*, les firmes de *trading* algorithmique « must quote at competitive prices with the result of providing liquidity on a regular and ongoing basis to these trading venues at all times, regardless of prevailing market conditions » (Commission européenne, citée dans Leis, p. 73). Finalement, les *broker-dealers* fournissant un accès direct au marché doivent s'assurer de mettre en place des systèmes de contrôle efficaces leur permettant de vérifier l'honnêteté de leurs clients (Commission européenne, dans Leis, p. 73).

En ce qui concerne les plateformes de négociation, celles-ci sont d'abord sommées de mettre en place :

« Effective systems, procedures and arrangements to ensure its trading systems are resilient, have sufficient capacity to deal with peak order and message volumes, are able to ensure orderly trading under conditions of market stress, are fully tested to ensure such conditions are met and are subject to effective business continuity arrangements to ensure continuity of its services if there is any unforeseen failure of its trading systems (Commission européenne, citée dans Leis, p. 73). »

Ensuite, elles doivent avoir la capacité de détecter les ordres erronés, de même qu'elles doivent disposer de dispositifs techniques, tels des disjoncteurs de protection, pour les intercepter (Commission européenne, dans Leis, p. 73). Dans le même ordre d'idées, des procédures visant à limiter le ratio d'ordres annulés, à ralentir le flux d'ordres lorsque nécessaire et à limiter le pas de cotation doivent être instaurées afin d'empêcher les firmes de *trading* algorithmiques d'aggraver la condition des marchés lorsque ceux-ci plongent dans une période de tension (Commission européenne, dans Leis, p. 73). Finalement, les plateformes de négociation sont tenues de contrôler régulièrement les fournisseurs d'accès direct au marché, puis de s'assurer que ceux-ci endossent la responsabilité des transactions effectuées par leurs clients (Commission européenne, dans Leis, p. 73).

1.5.3 Les réglementations en vigueur au Canada

Au Canada, des mesures semblables ont été mises en place par certaines bourses. En effet, selon Barker et Pommeranet de la Banque du Canada (2011, p. 58) :

[D]es plateformes de négociation, principalement dans les marchés des changes, imposent des pénalités aux participants s'ils ne respectent pas des taux d'exécution minimaux. Une autre mesure vise à réduire l'émission excessive de messages en limitant le nombre d'envois autorisés au cours d'un intervalle de temps donné. De plus, certaines plateformes de négociation tentent d'atténuer l'avantage dont jouissent les opérateurs sur le plan de la vitesse des messages en prescrivant une durée minimale d'affichage des offres d'achat et de vente. Sur les marchés des actions, les bourses incitent les participants à fournir effectivement de la liquidité en échange de rabais. Certaines d'entre elles ont en outre mis en place des coupe-circuits qui suspendent toute activité à la suite de certaines variations des prix, donnant ainsi aux opérateurs la possibilité d'évaluer la situation et de rééquilibrer leurs carnets d'ordres.

Bien qu'elles soient similaires aux réglementations instituées par la SEC aux États-Unis et par la Commission Européenne en Europe, ces mesures sont par ailleurs de nature privée, en ce sens où elles sont mises en pratique de façon strictement volontaire par les plateformes de négociation. Néanmoins, en 2010, l'OCRCVM a lancé la Plateforme d'enrichissement des technologies de surveillance STEP, laquelle est censée permettre de surveiller l'activité de négociation sur les marchés boursiers canadiens (Barker et Pomeranet, 2011). En 2013, le *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés* a également été adopté par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). En vertu de ce règlement, les opérateurs de marché sont tenus de soumettre « toutes les activités de négociation, peu importe leur source, à des contrôles automatisés avant la saisie des ordres afin de gérer efficacement les risques liés à la négociation électronique » (OCRCVM, 2013). Au printemps 2014, ce règlement a été complété par une nouvelle règle visant quant à elle à obliger les courtiers à gérer « les risques financiers, réglementaires et autres qui peuvent survenir lorsque des tiers transmettent des ordres par voie électronique directement à un marché » (OCRCVM, 2013). Dans un autre ordre d'idée, en avril 2012, l'OCRCVM a procédé à un changement majeur dans la

réglementation en vue de réduire le nombre d'ordres envoyés puis annulés. Depuis cette date, les frais d'activités ne sont plus imposés sur chaque transaction effectuée, comme c'était le cas avant, mais bien sur chaque message envoyé. Depuis cette nouvelle réglementation, le nombre d'ordres générés a d'ailleurs chuté de 30 % sur les bourses canadiennes (Malinova, Park, Rordan, 2013).

1.5.4 Les insuffisances de la réglementation en vigueur

À ce jour, les réglementations proposées et/ou adoptées visent donc toutes essentiellement à enrayer les pratiques abusives et à amoindrir les possibilités de risques systémiques, et ce, tant aux États-Unis, en Europe qu'au Canada. Or, pour plusieurs, de telles réglementations posent cependant problème. D'abord, les pratiques abusives sont très difficiles à détecter. Selon l'IOSCO (2011, p. 27), « [those practices] are so sophisticated that they raise an issue as to whether market authorities have the necessary resources to conduct effective market surveillance ». Deux choses rendent en fait ces pratiques difficiles à déceler. D'un côté, les données et les ordres générés par le HFT sont trop importants pour être efficacement traités par les autorités. En effet, selon l'ESMA (2011),

« When thousands of order messages a second are flowing to individual trading platforms, it increases the challenge of spotting potentially abusive behavior. Efforts to compress data to make it more manageable through aggregation are likely to hide much more than they reveal and the number of false positives produced by systems designed to provide alerts will rise. »

De l'autre, les mécanismes de surveillance mis en place par les instances de régulation ne sont pas du tout adaptés au contrôle des transactions hautes fréquences. Un rapport produit en 2011 par le Boston Consulting Group met d'ailleurs en garde la SEC contre cette insuffisance. Dans ce document (cité dans Friederich et Payne, 2012, p. 24), il est indiqué que la SEC « does not have sufficient in-house expertise to investigate the inner working of trading algorithms ». Ce faisant, il est donc recommandé que la SEC « should have staff who understand how to perform the

analytics required to support investigations and assessments related to high frequency trading ». Une recommandation similaire a également été faite à la ESMA en 2011. Appuyant ce propos, Friederich et Payne (2012) indiquent d'ailleurs qu'il a fallu plus de cinq mois aux autorités américaines pour analyser les 20 minutes de données relatives au Flash Crash de 2010.

Ensuite, dans les cas où les pratiques abusives mises en place par le HFT parviendraient à être détectées, elles seraient très difficilement condamnables. En effet, selon Leis (2012), le cadre réglementaire actuel – qui définit et balise les pratiques abusives en fonction des critères d'intentionnalité et d'artificialité – n'est pas du tout adapté au nouveau contexte transactionnel induit par le HFT. Comment démontrer l'intentionnalité derrière une pratique abusive dans un monde peuplé d'algorithmes? Comment prouver l'évolution artificielle des cours dans un contexte où ce sont dorénavant les ordres et non plus les prix qui servent de socle informationnel aux transactions? Ces questions, qui, à ce jour, n'ont pas encore trouvé de réponses, sont néanmoins essentielles à surmonter pour permettre l'imputabilité des abus.

Cliff et Northrop (2010) se sont pour leur part intéressés aux limites des réglementations adoptées en vue de limiter les risques systémiques. Pour les deux auteurs, l'ensemble de ces réglementations participe à ce qu'ils appellent la normalisation de la déviance. Selon eux,

« [This process] occurs when the safe-operating envelope of a complex system is not completely known in advance, and where events that were *a priori* thought to be outside the envelope, but which do not then result in failures, are taken after the fact as evidence that the safe envelope should be extended to include those events (p. 9). »

Par un tel processus, l'absence de catastrophe en vient donc à être normalisée, c'est-à-dire interprétée comme une preuve que de nouvelles catastrophes sont moins susceptibles de se produire. Or, pour Cliff et Northrop, ce raisonnement révèle

clairement ses lacunes lorsqu'une nouvelle catastrophe survient. Ainsi, en ce qu'elles normalisent les catastrophes futures pouvant être engendrées par le HFT, les réglementations mises en place pour encadrer cette pratique sont, selon eux, beaucoup plus pernicieuses qu'efficaces.

1.6 Conclusion

Dans ce chapitre, nous nous sommes intéressés aux études du HFT réalisées par la microstructure des marchés. Deux raisons ont justifié notre intérêt pour ces études : elles constituent la quasi-totalité de la littérature portant sur cette nouvelle pratique et elles servent de socles aux instances de régulation pour réglementer le HFT. Pour mieux situer ces analyses, nous avons d'abord expliqué en quoi consiste exactement le HFT. Nous avons alors vu que, bien que difficile à définir, cette nouvelle pratique comportait néanmoins plusieurs caractéristiques spécifiques. Premièrement, en plus de se caractériser par l'utilisation d'algorithmes d'un bout à l'autre du processus de placement, le HFT se particularise par un volume de transactions très important, par une rotation quotidienne élevée du portefeuille et par l'absence de détention de titres à la clôture des marchés. Deuxièmement, le HFT est essentiellement utilisé par des investisseurs qui opèrent pour leur propre compte. Troisièmement, l'efficacité de cette pratique particulière repose également sur la vitesse d'exécution, c'est-à-dire sur la faculté à repérer les écarts de prix et à effectuer les transactions avant les autres. Finalement, les principales stratégies à partir desquelles le HFT tire avantage de la fluctuation des cours sont la tenue de marché, l'arbitrage et les stratégies directionnelles.

Nous nous sommes par la suite penchés sur les différents types d'analyses que l'on retrouve dans la littérature en microstructure des marchés, de même qu'à la perspective théorique néoclassique sur laquelle elles s'appuient. Nous avons vu que, dans cette perspective, le rôle des marchés financiers est d'assurer l'allocation

efficace des ressources financières, c'est-à-dire de les diriger vers les projets économiques les plus rentables. Nous avons également vu que, parce que les marchés financiers comportent d'importantes frictions pouvant miner l'effectivité des échanges – la plus importante étant probablement la possible absence de contrepartie dans l'échange –, une organisation particulière, soit la bourse, doit les surmonter au moyen de règles et de mécanismes de négociation assurant de façon efficiente la liquidité. Nous avons ensuite constaté qu'à l'intérieur de la microstructure des marchés, on retrouve généralement trois grandes catégories d'analyse du HFT, soit celles qui se sont penchées sur les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité ; celles qui se sont intéressées à l'impact de cette pratique sur l'intégrité des marchés ; puis, finalement, celles qui ont porté sur les risques systémiques induits par ce nouveau phénomène.

Finalement, nous nous sommes intéressés aux principales réglementations actuelles du HFT. Nous avons alors vu que, s'appuyant sur les études réalisées par la microstructure, les instances de régulation ne cherchent jamais à bannir le HFT, mais seulement à lutter contre les pratiques abusives et les possibilités de crises systémiques auxquelles il peut conduire. En effet, parce que le HFT est présumé accroître la liquidité disponible sur les marchés, et, par conséquent, l'efficacité de l'allocation des ressources financières, il importe de ne pas l'enrayer, mais seulement d'encadrer les risques qu'il comporte.

Les analyses que nous avons considérées dans ce chapitre apportent un éclairage non négligeable à la compréhension des effets du HFT sur les marchés financiers. D'abord, celles qui se sont concentrées sur les effets de cette pratique sur la microstructure de la liquidité nous ont permis de constater que le HFT est dorénavant le principal mécanisme à partir duquel la liquidité est obtenue. Ensuite, les analyses qui se sont intéressées aux effets du HFT sur l'intégrité des marchés nous ont quant à elles montré que cette pratique peut être abusive. Finalement, les études

portant sur les risques systémiques ont pour leur part démontré que le HFT peut conduire à une crise généralisée de la liquidité, comme en témoigne le Flash Crash de mai 2010.

En dépit de leurs nombreux apports, les études du HFT réalisées par la microstructure et utilisées par les instances de régulation comportent une importante limite qui empêche toute véritable réglementation de cette pratique et, plus largement, de toute activité boursière : bien que ces analyses admettent à l'unanimité qu'en tant que principal mécanisme à partir duquel la liquidité s'obtient dorénavant, le HFT est devenu omniprésent sur les marchés, aucune ne s'est par ailleurs intéressée à la façon par laquelle cette nouvelle pratique transforme elle-même le système boursier dans lequel elle évolue. La raison permettant d'expliquer une telle limite est fort simple à comprendre : le cadre théorique néoclassique sur lequel s'appuie la microstructure ne lui permet pas de considérer les bourses comme des organisations soumises à la complexité changeante de la réalité sociale. En effet, en postulant que la bourse est une organisation ayant pour seule vocation d'éliminer les frictions par la mise en place de mécanismes d'échanges favorisant la liquidité, cette posture présuppose une téléologie de l'efficience et nie par conséquent non seulement l'ancrage juridique, économique, politique, éthique et psychologique de la bourse, mais aussi le processus de transformation historique de cette organisation.

Or, comprendre le système boursier dans lequel les activités boursières évoluent est très important pour réglementer adéquatement ces mêmes pratiques. En ce sens, comprendre la façon dont le HFT transforme lui-même les organisations boursières au sein desquelles il évolue est tout aussi important pour mettre en place des réglementations qui soient véritablement adaptées. Pour parvenir à une telle compréhension, il faut donc adopter une autre approche théorique, soit une approche qui, redonnant à la bourse son ancrage juridique, économique, politique, éthique et

psychologique, autorise l'analyse de son processus de transformation. C'est à l'explication de cette nouvelle perspective que sera consacré le prochain chapitre.

CHAPITRE II

L'INSTITUTIONNALISME DE JOHN R. COMMONS COMME CADRE D'ANALYSE DU HFT

[H]istory is not logical.

John R. Commons
The economics of collective actions

2.1 Introduction

Dans le chapitre précédent, nous nous sommes intéressés aux analyses du HFT effectuées par la microstructure. Nous avons alors vu qu'à l'intérieur de cette discipline, on retrouve trois grandes catégories d'analyse du HFT, soit celles qui se sont penchées sur les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité; celles qui se sont intéressées à l'impact de cette pratique sur l'intégrité des marchés; puis, finalement, celles qui ont porté sur les risques systémiques induits par ce nouveau phénomène. Nous avons également vu qu'en dépit de leur contribution à la compréhension du HFT, les études réalisées par la microstructure et utilisées par les instances de régulation comportent une importante limite qui empêche toute véritable réglementation de cette pratique : en raison du cadre théorique néoclassique sur lequel elles s'appuient, aucune d'entre elles ne s'est intéressée à la façon dont cette nouvelle pratique transforme elle-même les organisations boursières au sein desquelles elle se développe. Or, nous avons également avancé que la prise en compte de cette transformation induite par le HFT est primordiale pour mettre en place des réglementations qui soient véritablement adaptées et que, pour y parvenir, nous devons adopter une approche qui, redonnant à la bourse son ancrage social, autorisait l'analyse de son processus de transformation.

Ce chapitre vise à expliciter le cadre théorique commonsien que nous privilégierons dans la suite de notre thèse. Dans un premier temps, nous expliquerons la notion de propriété intangible sur laquelle repose le capitalisme selon Commons. Dans un deuxième temps, nous nous intéresserons aux *going concerns* puisque, dans la théorie commonsienne, ce sont ces entités collectives qui portent la logique du capitalisme. Dans un troisième temps, nous verrons comment la bourse peut être considérée comme étant une forme particulière d'organisation économique. Bien que Commons reconnaisse explicitement la bourse comme un *going concern*, cette dernière n'a toutefois jamais été l'objet d'une théorisation systématique de sa part. Néanmoins, sa théorie nous offre un ensemble d'outils conceptuels pour y parvenir. En ce sens, elle s'avère des plus pertinentes à l'analyse du HFT.

2.2 La propriété intangible comme fondement du capitalisme

Après avoir étudié en détail la jurisprudence américaine, Commons conclut que, dans une économie capitaliste, la propriété comporte davantage une signification économique que légale : ce ne sont pas des choses que l'on s'échange sur les marchés, mais des droits de propriété, et, plus particulièrement, des droits de propriété intangible. Cela veut dire que la propriété ne renvoie pas à une chose physique, mais à la valeur d'une chose échangée sur le marché. Plus spécifiquement, nous dit Commons ([1924] 1974, p. 16), « property is the expected earning power of the thing ». En ce sens, poursuit-il, « to deprive the owners of the exchange value of their property is equivalent to depriving them of their property ». Parce qu'elle renvoie à la valeur monétaire future d'une chose et non à la chose elle-même, la propriété est donc, pour Commons, intangible. « It is this right to the exchange-value of a thing that is known as "intangible property" and is equivalent to the business term "assets" (Common [...], 1974, p. 157.)

Pour Commons, cette définition de la propriété privée est indissociable de la liberté. En fait, pour lui, propriété intangible et liberté sont deux concepts identiques ([1924] 1974), et ce, tout simplement parce que la réalisation de la valeur d'échange d'une chose implique nécessairement et absolument le libre accès au marché¹⁴. En effet, explique-t-il ([1924] 1974, p. 13 et 17),

« Liberty is the right to realize that exchange value [...]. Evidently, however, the exchange-value of property has no existence if the owner or expected purchasers are forbidden access to markets where they can sell and buy property. Hence liberty of access to markets is essential to the definition of exchange value. »

Or, pour Commons, cette liberté d'accès au marché ne correspond dans les faits à rien d'autre qu'à une liberté de choix entre plusieurs alternatives. Pour que ce choix entre les différentes alternatives soit effectué, quatre types de transactions sont généralement impliqués et un minimum de quatre individus est requis. Les quatre transactions sont : la transaction effective, la transaction potentielle, la transaction possible et la transaction impossible :

« The *actual* transaction occurs, of course, between those who actually exchange the product. The *potential* transactions are those which *may* or *may not* occur, since the parties on the market are ready to exchange but do not. The *possible* transactions are those which *might* occur if conditions were different, such that parties not now upon the market should decide to come upon the market. To which may be added the *impossible* transactions which, owing to remoteness in time or places and the consequent inaccessibility of parties to the market, cannot, under any circumstances take place » (Commons, [1924] 1974, p. 65).

Si l'individu prend plus ou moins consciemment en considération ces quatre types de transactions au moment de son arrivée sur le marché, son choix se fait par ailleurs toujours entre les deux meilleures alternatives disponibles à ce moment, soit entre l'alternative effective et l'alternative potentielle. Comme l'explique Commons ([1924] 1974, p. 65), « he gains a surplus by choosing, but the actual surplus obtainable is measured by the choice between the two *best accessible options* ». En ce

¹⁴ Il peut sembler ici que Commons réduit la liberté à peu de chose, mais il n'en est rien. Pour ne pas tomber dans une telle réduction, Commons établit en fait une distinction entre les concepts de « *freedom* » et de « *liberty* ». Alors que le premier renvoie à une absence de contrainte, le second réfère pour sa part à la capacité individuelle de faire appel à l'appareil juridique en cas d'abus. Or, cette distinction est très difficile à faire en français.

sens, un minimum de quatre personnes est toujours nécessaire sur le marché pour que l'individu réalise la meilleure valeur d'échange possible, soit deux acheteurs et deux vendeurs, ou encore, le vendeur et l'acheteur, de même que la meilleure alternative pour chacun d'eux.

Pour Commons, la liberté conduit par ailleurs à un paradoxe. En effet, « while liberty of access to markets on the part of an owner is essential to the exchange value of property, too much liberty of access on the part of competitors is destructive of that exchange value » ([1924] 1974, p. 17). Pourquoi? Parce que, si, d'un côté, la totale liberté de choix implique qu'il n'y ait aucune contrainte sur la volonté, de l'autre, cette absence de contrainte autorise les individus « les plus forts » à restreindre l'accès des autres aux marchés ou à abuser d'eux en vue de maximiser leurs gains. Plus exactement, explique Commons ([1924] 1974, p. 98), « the liberty of others to buy and sell is correlative to the exact equal exposure or damage without remedy of him who wishes to buy and sell. [Thus,] injury may lawfully be inflicted upon competitors [...] without legal wrong, remedy or protection ». Ne connaissant aucune limite, la liberté des uns peut dès lors s'imposer aux autres au détriment de leur propre volonté de choix, et ce, de deux façons différentes. D'abord, les droits de propriété créent une double relation sociale de dette entre les deux protagonistes qui entendent se les transférer sur le marché : une dette de performance ou de livraison du côté du vendeur et une dette de paiement du côté de l'acheteur. Or, dans un contexte de totale liberté, les deux parties ne peuvent jamais être certaines que ces prestations seront bel et bien effectuées. Ensuite, trop de liberté de la part des uns peut miner le choix des alternatives des autres. Commons résume ces deux types respectifs d'abus de la liberté par deux expressions empruntées encore une fois à la jurisprudence américaine: *duress of goods* et *duress of person*: « duress of goods is the retention by one person of goods belonging to another; duress of person is the threat of physical violence in order to force the latter to do something against his will » ([1924] 1974, p. 59).

Pour que la valeur d'échange se réalise bel et bien sur le marché, l'État doit donc indubitablement intervenir en plaçant des limites à la liberté. En effet, en tant qu'entité possédant le monopole de la violence physique légitime, c'est lui et lui seul qui, en dernier ressort, peut parvenir à limiter la liberté individuelle. Selon Commons, c'est essentiellement par la mise en place de *working rules* qu'il y parvient. Pour les définir simplement, les *working rules* encadrent les volontés individuelles en établissant, par l'entremise de droits, de devoirs et de libertés, des modèles stables et partagés de comportements. Par l'entremise de sanctions conditionnelles pouvant être anticipées, les règles définissent donc ce que les individus pourraient (*may*) faire, ce qu'ils peuvent (*can*) et ne peuvent (*cannot*) pas faire, de même que ce qu'ils doivent (*must*) faire dans leurs échanges avec les autres. De façon plus spécifique, nous dit Bazzoli (1999, p. 102),

[Ce sont des lois qui, consolidées sous la notion de *due process of law*], régulent les comportements – en plaçant des limites sur la volonté individuelle et en définissant les règles du jeu, donc en homogénéisant les conduites – de telle sorte que les conflits potentiels ne ruinent pas la sécurité des anticipations sans laquelle les individus ne s'engageraient pas dans les transactions.

Notons cependant que, pour Commons, les règles et les sanctions ne doivent pas être considérées dans leur seul aspect contraignant. Bien au contraire: puisqu'à chaque devoir ou restriction de l'action correspond un droit ou une sécurité, « collective action is more than *control* of individual action – it is, by the very act of control [...], the *liberation* of individual action from coercion, duress, discrimination, or unfair competition, by means of restraints placed on other individuals » ([1934] 1959, p. 73)¹⁵. Notons également que ces *working rules* font intervenir l'éthique, puisque ceux qui les mettent en place – les représentants de l'État – les choisissent en fonction de valeurs qu'ils considèrent comme « bonnes ». En ce sens, explique Commons ([1934] 1959, p. 63), « [the working rules change] with the changes in customs and the class dominance, or with changes in judges, or with changes in the opinions of judges, or with the changes in the customary meaning of property and liberty ». En

¹⁵ C'est ce contrôle collectif de l'action individuelle qui correspond à une institution chez Commons.

vue de limiter la liberté individuelle, trois grandes catégories de *working rules* sont imposées par l'État aux individus : des interdictions, des devoirs et des possibilités (*avoidance, performance and forbearances*) :

« [A]voidance [...] is the duty to avoid that act, with the implied command to choose any other potential, possible, or impossible act not prohibited. [Performance is] the positive right of one person and the correlative duty to perform all the necessary acts and transactions that make a complete performance. [Forbearance is] an *intentional* omission » (Commons, [1924] 1974, p. 74).

En vertu de ces règles, les individus peuvent faire appel à l'appareil juridique en cas de préjudice.

Ces trois grandes catégories de *working rules* prennent toutefois la forme de lois particulières. Pour Commons, deux lois bien spécifiques doivent être mises en place afin de sécuriser les anticipations nécessaires à la réalisation de transactions sur le marché. D'abord, afin de s'assurer que les deux prestations inhérentes à toute transaction soient respectées, à savoir le paiement et la livraison, l'État doit nécessairement mettre en place ce que nous pourrions appeler une « loi sur les contrats » (ce que Commons nomme pour sa part « *the public assistance in enforcing contracts and transferring titles to property* ») (Commons, [1924] 1974). Pour la définir simplement, la loi sur les contrats est d'abord et avant tout une règle sociojuridique faisant l'objet d'une sanction conditionnelle. De façon plus spécifique, elle se caractérise par l'imposition d'un devoir de paiement/livraison de la part de l'acheteur/vendeur et par la possibilité pour la contrepartie de faire appel à une instance publique pouvant exercer une contrainte sur autrui en cas de non-performance. En tant que norme sociojuridique par laquelle la protection de l'acheteur/vendeur est prise en charge par l'autorité publique, la loi sur les contrats est donc, en ce sens, une autre condition *sine qua non* sur laquelle repose toute transaction accomplie sur le marché.

En parallèle à ces droits et obligations, les autorités légales instituent également des lois destinées à enrayer la concurrence déloyale. Communément appelées *business laws of fair trade* (Commons, [1924], 1974), ces lois visent plus particulièrement à garantir le libre choix des opportunités sur le marché, et ce, en encadrant trois types de conflits susceptibles de survenir. Le premier conflit encadré par ces lois est celui lié à la discrimination (*doctrine of Reasonable and Unreasonable discrimination*). À ce niveau, ces lois cherchent à déterminer si les acheteurs transigeant avec la même contrepartie ont obtenu le même prix, et s'ils ont eu droit à des prix différents, si cette discrimination était justifiée ou non. Par exemple,

« If a seller, for example, a railroad company, or telegraph company, or steel corporation, charges a higher price to one buyer and therefore a lower price to that buyer's competitor, for exactly the same service, then the first buyer [...] is unreasonably discriminated against, and eventually may be bankrupted. But if there is a good ground of discrimination, such as a difference in quantity, cost or quality, then the discrimination is reasonable and therefore lawful » (Commons, [1934] 1959, p. 62).

Le second conflit encadré par les *business laws* est celui qui concerne la compétition déloyale (*doctrine of Fair or Unfair Competition*). Ici, les règles mises en place par l'État visent à assurer que les acheteurs et vendeurs compétitionnant entre eux n'utilisent pas de méthode injuste pour réaliser leur valeur d'échange sur le marché. Le troisième et dernier conflit concerne le prix d'achat et de vente (*doctrine of Reasonable or Unreasonable Price and Value*). Dans ce cas, les lois visent à assurer que les vendeurs et les acheteurs ne transigent pas à des prix abusifs. Selon Commons, la propriété conçue comme un actif et non comme une chose ne peut exister sans la mise en place de ces règles par les autorités légales. En effet, pour lui ([1924] 1974, p. 130), « these duties create correlative rights on behalf of the inferiors which are equivalent to reducing the exposure of the weaker parties by reducing the liberty of the stronger ». Avec la propriété intangible, la liberté de choix prend donc ici un sens légal : « liberty [...], is *permission* to choose, protected by keeping other people off [...]. It exists only through official behavior to permit and authorize it »

(Commons, [1924] 1974, p. 95 et 127). Garantissant la réalisation de la valeur d'échange sur le marché, le système juridique devient dès lors une catégorie centrale de l'analyse de la propriété privée et du capitalisme.

Pour Commons, l'échange prend alors un sens très particulier, et ce, pour une raison bien précise : la négociation ne porte pas sur des choses, mais sur des droits. Dit autrement, lorsque deux individus se rencontrent sur le marché pour échanger, ce qu'ils échangent, ce n'est jamais la chose physique en elle-même, mais le droit de propriété pour obtenir la valeur d'échange de la chose. C'est d'ailleurs pourquoi il préfère lui substituer le terme de « transaction » et, plus précisément encore, de « transaction de marchandage » (*bargaining transaction*). En effet, pour lui ([1934], 1959, pp. 58, 86, 87),

« Transactions [...] are not the "exchange of commodities" in the physical sense of "delivery" [...]. [They are] based on expectations of the immediate or remote future, secured by collective action consisting of the institutions of property, and available only after the closing of the negotiations which end in the transaction. Transactions are the means, under the operation of law, of acquiring and alienating *legal* control of economic quantities [...]. But legal control is not only an economic quantity, it is control of future behavior of individuals upon which the dimension of that economic quantity will depend. »

Dans cette perspective, la transaction devient donc une unité intégrée à la totalité sociale *via* une structure de pouvoir. C'est d'ailleurs pour cette raison que Commons considère que toutes les transactions effectuées sur le marché sont d'abord et avant tout des *authorized transactions* : leur existence suppose toujours l'intervention de l'autorité souveraine détentrice de la violence légitime. En ce sens, la transaction de marchandage ne fait pas intervenir que quatre entités, mais bien cinq : « two buyers and two sellers, each, however, governed by past and expected decisions of the courts in case of dispute, if a conflict of interest reach that crisis » (Commons [1934] 1959, p. 62). Faisant intervenir le droit, l'économie et l'éthique, la transaction est donc, pour Commons, l'« unité ultime d'analyse ».

Dans cette perspective, c'est aussi la valeur qui acquiert une signification particulière. En effet, à partir du moment où la propriété privée devient le droit sur la valeur d'échange future d'une chose, garantie par l'autorité publique, la valeur devient pour sa part *spéculative* et *comportementale*. C'est ce qu'explique Commons dans le passage suivant [1924] 1974 pp. 22-28) :

« Value resides in the expected will in action, and the expected will in action is the expected action and transactions. [A]ll value is expectancy. [This] includes expectancies of two kinds of future behavior of other people, one of which is the expected restraint or compulsion place on others on my behalf; the other is opportunities afforded by them and open to me. »

Le capital étant pour l'auteur la valeur marchande présente des comportements futurs des autres (*Capital is the present value of expected beneficial behavior of other people*) ([1924] 1974 p. 28), le capitalisme devient dès lors un système économique fondé sur l'anticipation du comportement à venir des autres sur le marché. Plus exactement, nous dit Commons, « This, we take, is the substance of Capitalism distinguished from the Feudalism or Colonialism [...] – production for the use of others and acquisition for the use of the self » ([1924] 1974, p. 21).

2.3 Le *going concern* comme unité de pouvoir dirigée par la logique de la propriété intangible

Pour Commons, un *going concern* est une unité de pouvoir dirigée par la logique de la propriété intangible. De façon plus spécifique, un *going concern* est une entité collective qui, d'un côté, produit des biens et des services pour l'usage d'autrui, et qui, de l'autre, contrôle les droits de propriété des valeurs d'usage qu'elle produit en vue de les revendre et de maximiser ses gains. Pour reprendre les termes de Commons ([1924] 1974, p. 8) : « a going concern [...] is none other than a technological process of production and consumption of physical things and a business process of buying and selling, borrowing and lending, commanding and obeying according to shop rules ». Chez Commons, l'organisation économique est

donc, en ce sens, une entité sociale articulant deux activités distinctes, et potentiellement en conflit : une activité de production (*going plant*) et une activité commerciale (*going business*), la première étant toujours subordonnée à la seconde :

« The going plant is a producing organization furnishing a service to the public, but the going business is a bargaining organization obtaining prices for the public [...]. Without legal sanction to charge prices it is dead, even though it be a going plant with its producing organization » (Commons, [1924] 1974, p. 182 et 189).

L'activité productive de l'organisation économique, son *going plant*, vise l'amélioration de la production, en ce sens où sa principale finalité consiste à augmenter la quantité de valeurs d'usage produites. Parce que ces richesses sont le produit du travail humain et que ce travail est réparti en plusieurs tâches et en plusieurs dispositifs technologiques, une coordination des différentes forces productives s'avère par conséquent nécessaire. À travers les transactions managériales (*management transactions*) opérées par des supérieurs tels que les gestionnaires et les directeurs, l'organisation a ici pour fonction « de contrôler et de gérer le travail humain (dans sa triple dimension : manuelle, mentale et managériale) dans le but de produire des valeurs d'usage » (Bazzoli et Dutraive, 2002, p. 20). Or, dans la mesure où les choses produites par l'organisation ne le sont que parce qu'elles ont une valeur d'échange et que celle-ci dépend elle-même de la rareté relative des biens produits, il importe par conséquent de contrôler artificiellement les conditions qui font varier le degré de rareté, et ce, afin d'augmenter les profits pouvant être générés. Pour Commons, c'est à travers les transactions de rationnement que l'organisation économique parvient à restreindre et à réguler les quantités de valeurs d'usage produites et à augmenter par conséquent leur valeur d'échange. Ces transactions ont par ailleurs une autre fonction : la répartition des gains de l'entreprise entre les différents participants. Plus encore, parce que chaque participant du *going concern* est un créancier de ce dernier, les gains doivent être répartis selon l'importance du « bailleur de fonds » – les travailleurs étant des créanciers prioritaires

et les propriétaires, les « créiteurs résiduels ». Comme l'explique Commons » ([1924] 1974, p. 162) :

« [G]ross income is obtained from day to day and then becomes, at different intervals, a gross income for each member of the concern insofar as he participates. It becomes a gross income for each employee in the form of wages, of each agent and manager in the form of salaries, of bondholders and other creditors in the form of interest and principal, if paid, and of stockholders in the form of dividends. All of them are alike in that each participant has a claim only to a share of the gross income. Each is but a creditor of the going business as a unit, as the identical unit, is the debtor [...]. The stockholders are simply residual claimants on the gross income, while others, beginning by wage-earners, are priority claimants. »

Pour augmenter la part résiduelle des profits, un contrôle des emplois et des salaires doit donc être assuré par l'entremise de ces mêmes transactions de rationnement.

Si un *going concern* augmente la part résiduelle des profits de ses propriétaires en contrôlant les emplois et les salaires, comment parvient-il par ailleurs à augmenter ses profits? Autrement dit, comment réussit-il à multiplier les transactions avec les autres sur le marché? Selon Commons, la manière la plus facile d'y parvenir est d'employer des méthodes abusives, soit de contraindre physiquement les individus à transiger avec lui et/ou d'éliminer physiquement ses compétiteurs. Or, un *going concern* ne peut utiliser de telles méthodes, et ce, tout simplement parce qu'il est une entité juridique soumise aux *business laws of fair trade*. En effet, si une organisation économique peut exister sans aucune reconnaissance juridique, elle s'expose le cas échéant à la liberté des autres organisations et, ce faisant, à la possibilité de subir un ensemble d'abus ne pouvant être punis ou compensés. Pour remédier à cette situation, une organisation doit donc exister, comme les individus d'ailleurs, en tant qu'entité juridique: C'est ce qu'explique Commons dans le passage suivant ([1924] 1974, p. 143) :

« [T]he law books distinguish a "natural person" from an artificial person, the former a human being who exists as a product of nature, the latter a collection of individuals existing only "in contemplation of law". But the natural person is also artificial in contemplation of law, and the artificial person is as natural, in law, as the natural person [...]. If the individual lives without rights he is not a person, but a thing, that can be captured, bred, owned and killed without violating any duty towards him. If an association has no rights, it is too an outlaw and its members may be penalized [...]. What the state does for each is to personify it by granting and imposing rights, duties, liberties and exposures, and if to do this for an association is to create an artificial being so also is it an artificial process to do the same for an individual. »

En devenant ainsi une entité juridique, l'organisation économique se voit imposer par l'État un ensemble de *working rules* qui, d'un côté, limite sa liberté et qui, de l'autre, augmente son champ des possibles par l'entremise de protections à l'égard de la liberté des autres *going concerns*. Si, pour obtenir ces protections, l'organisation doit au préalable obtenir un statut juridique, ce statut peut quant à lui prendre différentes formes. Plus simplement, cela veut dire que l'organisation peut prendre la forme d'une association, d'un partenariat, d'une coopérative ou encore, d'une corporation. Pour reprendre les termes de Commons ([1924] 1974, p. 144),

« The charter of its creation [...] are but the group of promises and commands which the state makes in the form of working rules indicating how the officials of the state shall act in the future in matters affecting the association, the members of the association, and the person not member. It is these promises and commands, or working rules, of officials which constitute the charter and determine the status of the association. »

Comme des droits, des devoirs et des libertés spécifiques sont associés à chacun de ces statuts, l'organisation choisit sa forme juridique en fonction de l'encadrement légal qu'elle souhaite avoir. En dépit du statut légal sous lequel elle choisit d'exister, avec sa reconnaissance juridique, l'organisation économique acquiert néanmoins un pouvoir bien particulier : « [the power to withhold] things from others' use, protected by the physical power of the sovereign » (Common, [1924] 1974, p. 52). Indépendamment de leur statut, les organisations économiques sont par ailleurs toutes soumises au même *due process of law* que les individus, et ce, parce qu'elles sont toutes des entités légales. En effet, puisque leur activité consiste à produire des valeurs d'usage dans l'anticipation de leur valeur monétaire, et que cette valeur

monétaire ne peut être réalisée que dans le cadre de transactions répétées sur le marché, les organisations économiques doivent, elles aussi, se soumettre aux *business laws of fair trade*.

Comment les organisations économiques parviennent-elles, dans ce contexte de liberté *autorisée*, à accroître leur profit? La réponse est simple : par la persuasion. En effet, selon Commons, la persuasion est le moyen économique par lequel les entreprises soumises aux lois sur la concurrence parviennent à attirer des clients et, par le fait même, à multiplier leurs transactions sur le marché. Ici, ce n'est donc pas par la contrainte que les individus transigent avec une entreprise plutôt qu'une autre, mais bien par choix. Dans ce contexte, c'est en offrant à ses clients des avantages par rapport à ses compétiteurs qu'une entreprise parvient à multiplier ses transactions. Or, ces avantages ne sont pas palpables, mais sont plutôt intangibles, en ce sens où il s'agit d'une valeur ajoutée qui ne peut être mesurée par les procédés comptables traditionnels et qui, partant, ne peuvent être inscrits au bilan de l'entreprise. Plus exactement, explique Commons ([1924] 1974, p. 199), « [it is] the value added by the "skill, diligence, fidelity, success and reputation" of the [business] organization that operates the going plant ». Pour Commons, la somme de ces avantages, qui correspond ni plus ni moins à la quantité de profits pouvant être tirée des futures transactions sur le marché, constitue ce qu'il appelle le *goodwill* de l'entreprise : « goodwill is the uncoerced choice of alternatives [...] » (Commons, [1924] 1974, p. 209). « [Thus], goodwill is the expectation of reciprocal benefits to be derived from the transactions » (Commons, [1924] 1974, p. 178).

Commons reconnaît deux types de *goodwill* sur lesquels il convient de se pencher : l'*industrial goodwill* et le *commercial goodwill*. Le premier fait référence aux relations sociales endogènes au *going concern* sur lesquelles repose toute son activité productive. De façon plus précise, l'*industrial goodwill* se rapporte aux comportements des participants de l'organisation. D'un côté, il fait référence aux

comportements des gestionnaires, soit à leur capacité à bien organiser l'activité de production, et, de l'autre, à celui des employés, soit à leur capacité à adhérer à la finalité du *going concern*. Pour comprendre en quoi la capacité des managers à bien organiser l'activité de production est essentielle à un *going concern* pour se démarquer de ses concurrents, il faut savoir que, pour Commons, cette activité ne dépend pas seulement de l'accès à des ressources naturelles et à des moyens de production, mais qu'elle fait intervenir tout un ensemble de connaissances humaines sans lesquelles la satisfaction des besoins serait impossible. En effet, comme il l'explique dans le passage suivant ([1924] 1974, p. 205) :

« [T]he going plant is the forces and materials of nature in process of satisfying the human needs, under the control of human labor. This relation of man to nature as three aspects distinguishable as art, science and engineering – Art, the purpose of satisfying ultimate consumers by adjusting human and natural forces to their wants and character; Science, the knowledge of those forces according to the process along which they operate; Engineering, the economizing, or economical proportioning, of those forces so as to bring about the largest accrual of utility with the least of outgo of energy [...]. Together, these are the field of natural or technological economy, including not only the control of the going plant, but also the management of the producing organization that operates the plant. They are the field of human and non-human forces that must be understood before they can be successfully directed towards the production of wealth. »

À la lumière de cette citation, on comprend donc en quoi la capacité des gestionnaires à organiser la production selon les savoirs de la science et de l'art constitue un avantage concurrentiel pour une organisation. Pour reprendre encore une fois les termes de Commons, « [if] the best proportioning (market remaining the same) obtains a maximum net income, the worst proportioning wipes it out » (1924, p. 166).

Pour comprendre maintenant en quoi la capacité des travailleurs à se soumettre à la finalité de l'organisation constitue l'autre élément de son *industrial goodwill*, il faut savoir que la soumission de la logique productive à la logique commerciale donne lieu à un conflit bien particulier, soit le conflit capital-travail. Pour comprendre la nature de ce conflit, il faut savoir que, parce qu'il implique le travail humain, le rapport de production donne également lieu à un autre rapport

social fondamental, qui est le rapport salarial. Chez Commons, le rapport salarial se rapporte à la relation entre ceux qui possèdent les droits de propriété et ceux qui ne les possèdent pas. Par l'entremise du contrat, ces derniers vendent leur force de travail aux propriétaires, lesquels leur octroient en échange un salaire qui leur permettra par la suite d'acquérir les droits de propriété nécessaires à l'usage futur des choses dont ils ont besoin pour assurer leur survie. Bien que, comme toute relation sociale d'échange sur le marché, le rapport salarial repose sur un contrat garantissant légalement les droits et les devoirs de chacun, il n'en demeure pas moins que, pour Commons, ce rapport en est un très particulier, et ce, en vertu de ce qui est échangé sur le marché. Comme il l'explique dans le passage suivant ([1924] 1973, p. 284),

« What [the laborer] sells when he sells his labor is his willingness to use his faculties according to a purpose that has been pointed out to him. He sells his promise to obey commands. He sells his goodwill. But even this promise as no exchange-value [...]. Hence, the free laborer is employed at will – no obligation arises on the part of the employer to keep him, and no obligation on the part of the laborer to continue the work. »

Bien que, légalement, travailleurs et propriétaires possèdent la même liberté juridique de s'engager dans une relation contractuelle d'échange, d'un point de vue économique, les premiers demeurent toujours subordonnés aux seconds, et ce, tout simplement parce que l'objet échangé est inséparable de la personne à qui il appartient. En effet, dans le rapport salarial,

Le contrat ne concerne que le moment de l'accord : à l'apparence juridique d'égalité dans la transaction d'échange où le travailleur vend l'utilisation de ses capacités productives, succède une relation hiérarchique dans la transaction de direction où le travailleur "délivre sous ordres son input de valeur d'usage" (Bazzoli, 1999, p. 145).

De fait, parce qu'il implique la soumission des travailleurs à des objectifs pouvant aller à l'encontre de leurs propres intérêts, le rapport salarial – indissociable de la production pour l'usage d'autrui – crée donc du conflit plutôt que de l'ordre. L'*industrial goodwill* fait donc référence ici à la capacité du *going concern* à susciter l'adhésion volontaire des travailleurs à sa propre finalité, par-delà le conflit capital-travail.

Or, si l'*industrial goodwill* est indispensable à l'organisation pour se démarquer de ses concurrents, il n'est toutefois pas suffisant pour persuader les clients de transiger avec elle plutôt qu'avec ses concurrents. En ce sens, un *commercial goodwill* est également nécessaire. En effet, explique Commons ([1924] 1974, p. 206), « engineering economy, while it produces commodities, does not itself produces confidence in the commodities ». Le *commercial goodwill* fait donc en ce sens référence à tous les comportements adoptés par l'organisation afin de convaincre les clients de la supériorité de ses produits et de sa capacité (financière et technologique) et à les livrer au moment convenu. De façon plus spécifique, il se rapporte à la réputation du *going concern*, à celle de ses créditeurs, à la notoriété de sa marque, à la force de sa publicité, etc.

C'est par l'entremise de *working rules* que le *going concern* parvient à obtenir de ses participants (internes et externes) les comportements nécessaires à l'augmentation et au maintien de son *goodwill*. Tout comme les *working rules* instituées par l'autorité souveraine, ces règles mises en place par l'organisation économique à l'interne déterminent ce que chaque participant, selon son statut, peut et ne peut faire, ce qu'il pourrait faire et ce qu'il doit et ne doit pas faire. C'est donc par ces règles que le *going concern* parvient à arrimer le comportement de tout un chacun à sa propre finalité. Or, ici, contrairement aux *working rules* adoptées par l'État, ce n'est pas à une sanction physique que les individus s'exposent en cas de transgression des règles, mais à une sanction économique, soit la perte de gains. Ce contrôle de l'action individuelle des participants par l'action collective du *going concern* peut cependant s'exercer *via* deux catégories de *working rules* distinctes sur lesquelles il convient de se pencher, soit les règles coutumières (*customs*) et les règles organisées¹⁶. Les règles coutumières représentent la forme de contrôle social de

¹⁶ Parce qu'il procède au contrôle de l'action individuelle, un *going concern* est donc, pour Commons, à la fois une organisation et une institution. Sur le double statut de l'entreprise, voir Gislain (2010) et Bazzoli et Dutraive (2002).

l'action individuelle la plus élémentaire : elles sont une façon de ressentir, de penser, et d'agir non codifiée qui, apprises par l'intermédiaire d'un processus de socialisation, déterminent de façon plus ou moins contraignante le comportement individuel à adopter dans l'entreprise. Plus spécifiquement, elles constituent des représentations collectives partagées définissant des normes de conduites auxquelles les individus adhèrent de façon plus ou moins consciente (Bazzoli, 1999). Pour reprendre les termes de Commons ([1934] 1959, p. 153) : « custom is a kind of social compulsion imposed on individuals by those who feel and act alike ». En tant qu'opinion collective en contrôle de l'opinion individuelle, la coutume n'est donc jamais une simple affaire individuelle. En effet, poursuit-il ([1934] 1959, p. 155), « habit is repetition by one person. Custom is repetition by the continuing group of changing person ». Parce qu'elles sont apprises par l'entremise d'un processus de socialisation, ou encore, mais toujours dans le même sens, parce que leur effectivité repose sur leur intériorisation par les individus, les règles coutumières sont toujours provisoires et incertaines. Ainsi, si ce type de règles constitue la forme de contrôle social la plus élémentaire, elle est par ailleurs très bancal. Pour pallier le caractère incertain des règles coutumières, des règles formelles, organisées et garanties par une autorité officielle possédant une capacité de sanction économique conditionnelle, doivent donc également être mises en place.

Remédiant aux insuffisances des règles coutumières, les règles formelles sont un type de *working rules* particulier dont la caractéristique est d'être mises en œuvre par un processus formel d'organisation. Autrement dit, ce sont des règles impersonnelles mises en place et garanties par ceux que Commons appelle les *authorized figures* – les gestionnaires, le *board of directors*, les conseils d'administration, etc. – dont la transgression conduit à une sanction économique. Mentionnons en outre que, pouvant prendre une infinité de formes, ces règles dépendent néanmoins de la structure de l'organe de contrôle ou encore des intérêts partagés par les individus en position d'autorité. Bien que ces règles soient mises en

place par une autorité privée, il importe de rappeler qu'elles ne peuvent se développer qu'à l'intérieur des limites permises par le statut juridique de l'organisation. En outre, en cas de conflit ne pouvant être résolu, ou encore, en cas de violation de la loi sur les contrats ou des *business laws of fair trade*, l'autorité ultime chargée de prendre en charge le problème reste par ailleurs toujours l'État : en tant qu'entité possédant le monopole de la violence physique légitime, c'est lui, et lui seul qui, en dernier ressort peut parvenir à imposer un niveau supérieur *de working rules* et, partant, à rétablir l'ordre là où règne le conflit. Par ces règles, qui ne correspondent ni plus ni moins qu'à un pouvoir privé régulé par l'État, des pratiques spécifiques permettant à l'entreprise de se démarquer voient par conséquent le jour. Appelées « transactions routinières », ce sont dès lors ces mêmes pratiques qui en viennent à caractériser le fonctionnement normal de l'organisation et, ce faisant, son *goodwill*. Tout comme la valeur, le *goodwill* d'une organisation est donc, lui aussi, en ce sens, comportemental.

Une fois advenues, les transactions routinières qui caractérisent le fonctionnement normal d'un *going concern* n'acquièrent jamais un caractère fixe et immuable, mais évoluent dans le temps. Plus précisément, les transactions routinières sont le résultat sans cesse renouvelé d'un processus de changement cumulatif inhérent à la réalité historique (Bazzoli, 1999). Pour Commons, c'est la volonté créatrice individuelle qui, dans ce contexte, constitue le principal moteur du changement. En effet, pour lui, les individus n'acceptent jamais passivement les *working rules* mises en place par l'autorité légitime de l'organisation économique en vue de poursuivre ses activités. Bien au contraire. Une fois instituées, ces règles sont constamment remises en question par les esprits créatifs, et ce, pour trois principales raisons. Premièrement, les règles ne parviennent jamais à encadrer la totalité de la pratique individuelle. Ce faisant, il existe toujours certains domaines de l'activité qui demeurent libres de tout encadrement social et, partant, des espaces où peut s'exercer la faculté volitionnelle de l'individu dans le cadre du contrôle collectif. Deuxièmement, si ces règles visent *a priori* à arrimer les volontés individuelles sur la

finalité du *going concern*, elles peuvent néanmoins s'avérer trop contraignantes ou trop permissives. Dans le premier cas, la volonté créatrice de l'individu sera toute entière tournée vers la recherche de liberté, dans l'autre, elle sera mise au service du désir de sécurité. Troisièmement, les *working rules* ne sont pas toujours adaptées aux situations nouvelles et contingentes auxquelles doivent faire face les participants. Cherchant donc, soit à exploiter les brèches offertes par les *working rules* pour augmenter leur bénéfice, soit à réformer les règles en raison de leur caractère trop restrictif, trop libéral ou désuet, les individus créatifs vont dès lors cesser de s'engager dans des transactions routinières pour se tourner vers des transactions dites stratégiques, c'est-à-dire des transactions en rupture avec l'ordre établi. Dans un tel type de transactions, ce n'est plus la reproduction plus ou moins consciente de l'ordre qui est visé par l'action de l'individu, mais bien le contrôle volontaire de l'environnement et du comportement d'autrui, et ce, dans le but explicite d'améliorer ou de stabiliser ses anticipations (Ramstad, dans Bazzoli, 1999). Pour reprendre les termes de Biddle (cité dans Bazzoli, 1999, p. 99),

Quand l'individu perçoit qu'une transaction est différente et la considère comme une opportunité importante pour faire avancer ses projets, elle devient pour lui une transaction stratégique. Plutôt que de se rabattre sur l'habitude, il va *penser* et répondre créativement à la situation telle qu'il l'évalue.

En plaçant ainsi la spontanéité créative de l'action individuelle au fondement des mutations transactionnelles,

Commons permet de penser l'individu comme un acteur dont les préférences ne sont ni immanentes ni invariables, et dont la véritable liberté de volonté s'exprime dans la capacité spécifiquement humaine à expérimenter et à innover face aux situations problématiques, par intérêt ou par imagination et impulsion vitale (Bazzoli, 1999, p. 115).

Loin de créer de l'ordre spontané, les transactions stratégiques dans lesquelles s'engagent les individus créatifs peuvent par ailleurs miner le *goodwill* de l'organisation économique, et ce, pour trois principales raisons. D'abord, si l'existence d'un ordre suppose que les pratiques individuelles soient acceptées par la

collectivité et qu'elles lui apparaissent comme légitimes, rien ne garantit que les transactions stratégiques soient spontanément admises par le groupe. Ensuite, l'avenir étant imprévisible et impénétrable, aucun individu ne peut prévoir l'ensemble des conséquences de sa nouvelle tactique sur le comportement d'autrui. Finalement, les transactions stratégiques peuvent se buter à l'inertie des autres acteurs. Comme l'explique Bazzoli (1999, p. 117) : « Commons affirme que l'homme raisonnable est certes rationnel, mais c'est aussi un être de passion, de stupidité et d'ignorance : il a ainsi tendance à s'accrocher aux habitudes et aux règles existantes quand bien même celles-ci sont devenues inefficaces et inadéquates ». Ainsi, plutôt que de créer de l'ordre, les transactions stratégiques suscitent au contraire des réactions aussi imprévisibles que différenciées de la part des autres individus. À défaut d'être spontanément acceptées, elles génèrent donc, en ce sens, de nouvelles situations conflictuelles pouvant affecter le *goodwill* de l'organisation et, ce faisant, ses opportunités sur le marché.

Pour que le conflit créé par les transactions stratégiques se résorbe, il faut absolument que ces dernières cessent d'être marginales et qu'elles deviennent routinières. Or, comme l'explique Bazzoli (1999, p. 118), pour Commons,

Le processus "spontané" d'imitation diffusion n'est pas suffisant pour envisager la persistance de certaines pratiques et l'évolution institutionnelle : la seule stabilité que connaisse la société dans un univers toujours changeant est celle créée par l'action collective.

Plus simplement, cela veut dire que la résolution des problèmes générés par les transactions stratégiques ne peut se faire que par la mise en place de nouvelles règles formelles visant à contrôler les nouvelles pratiques et à sécuriser les nouvelles anticipations. Dans ce processus de réforme du contrôle de l'action individuelle par l'action collective, ce ne sont cependant pas toutes les transactions stratégiques émergentes qui s'imposeront aux participants de l'organisation par l'entremise de règles : ce sont seulement celles qui seront méticuleusement choisies par le pouvoir,

sur la base des valeurs partagées par les individus en position d'autorité, qui parviendront à se généraliser et, partant, à devenir routinières. Mentionnons également que ce processus de réforme peut, en dernière instance, faire intervenir l'État par l'entremise de son système juridique et judiciaire. En effet, si, pour Commons, les transactions stratégiques sélectionnées sont imposées aux participants *via* la mise en place de nouvelles *working rules* par les autorités légitimes de l'organisation, il n'en demeure pas moins qu'en cas de conflit non résolu, le pouvoir juridique – le droit – et le pouvoir judiciaire – la jurisprudence – peuvent à tout moment intervenir dans le processus de sélection de nouvelles règles en imposant celles considérées comme « bonnes » – la jurisprudence étant toujours, dans ce contexte, la médiation de dernier recours. Cela dit, que ce soit les *working rules* de l'État ou celles de l'organisation économique « in all cases, [they] are subject to slow historical change, through the changes in economic, political and ethical conditions » (Commons, [1924] 1974, p. 139)

Dans cette perspective, ce n'est pas seulement la volonté créatrice des individus qui acquiert un rôle crucial dans le processus de transformation transactionnelle, ce sont aussi les autorités légitimes et l'autorité souveraine. En effet, ce sont elles qui, par l'entremise d'un processus de sélection des plus normatifs, parviennent à transformer des transactions stratégiques en transactions routinières et, à l'inverse, à en éliminer d'autres. Qui plus est, pour Commons, ce processus d'évolution en est un sans fin, puisque les nouvelles règles mises en place par les organes de pouvoir offrent elles aussi de nouvelles brèches et créent elles aussi de nouvelles insatisfactions qui, à leur tour, émoustilleront éventuellement les esprits créatifs et généreront de nouvelles transactions stratégiques qui devront également être encadrées par l'autorité légitime. À la lumière de ce qui vient d'être dit, on comprend donc, comme le souligne Dugger (cité dans Bazzoli, 1999, p. 114), que l'évolution « est une séquence d'actions et de réactions humaines [...] [dans laquelle]

le conflit, non l'ordre [...] est la force motrice [...] dans un processus sans fin de résolution de problèmes et d'émergence de nouveaux problèmes ».

2.4 La bourse comme forme particulière de *going concern*

Contrairement à ce qu'avancent la théorie standard et les instances de régulation, la bourse n'est pas qu'un simple intermédiaire assurant la liquidité des échanges, mais un type spécifique de *going concern*. Elle est une unité de pouvoir dirigée par la logique de deux formes particulières de propriété intangible sur lesquelles Commons s'est penché dans son œuvre, soit les obligations et les actions. L'obligation (*bonds*) est une forme de propriété intangible en ce sens où elle renvoie à la valeur d'échange d'une dette contractée par un État ou une autre entité publique¹⁷. Cette forme de propriété intangible se développe avec la mise en place de protections juridiques et financières par l'autorité publique auxquelles le porteur de la promesse de paiement peut faire appel en cas de non-prestation¹⁸, et, plus encore,

¹⁷ Notons que les entreprises peuvent, elles aussi, dans certains cas, émettre des obligations.

¹⁸ Historiquement, c'est à Anvers, au 16^e siècle, avec le développement d'un instrument financier nommé « lettre obligataire », que ces protections furent mises en place. Au moment de son apparition, cette lettre n'était en fait rien d'autre qu'un certificat privé émis par un marchand appelé « débiteur » qui, ayant reçu une avance de fonds de la part d'un marchand appelé « créancier », s'engageait à lui rembourser, à terme, la totalité du montant obtenu sous forme de prêt. En dépit des avantages qu'elle comportait, l'usage de la lettre obligataire demeurait toutefois limité, et ce, principalement en raison de l'insuffisance de garanties légales pour les créanciers. En soi, cette insuffisance de garanties légales des lettres obligataires dans le nord de l'Europe n'était pas un enjeu pour l'obtention d'un prêt commercial. Or, à l'aube du 16^e siècle, et pour des raisons politiques, Anvers voulut s'imposer comme nouveau centre financier de l'Europe. Pour y parvenir, il fallait cependant que la ville mette au point des techniques financières qui parviennent à assurer la protection juridique et financière des créanciers. Selon Van de Wee (1963, 1967), ces techniques furent la reconnaissance légale de la clause « payable au porteur » et l'endossement. La reconnaissance légale de la clause « payable au porteur » fut l'innovation financière par laquelle ledit porteur put jouir d'une protection juridique et financière. Dès lors, le détenteur d'une lettre obligataire obtint le droit de poursuivre en justice le débiteur de la lettre. Pour le débiteur, cette protection juridique du porteur signifiait que son devoir de remboursement devenait dorénavant une obligation légale, à savoir une obligation encadrée par l'instance du droit. Si la possibilité de poursuivre en justice le débiteur fut ce qui permit au détenteur d'une lettre obligataire d'obtenir une protection juridique, cette possibilité ne lui assurait que très difficilement une protection financière. En effet, dans la mesure où les lettres obligataires circulaient de main en main, et que cette circulation impliquait souvent plus de cinq transferts, il était souvent difficile, dans les faits, d'identifier avec certitude le dernier débiteur, soit celui contre qui la procédure judiciaire devait être

avec la création des banques centrales, lesquelles fournissent aux États les prêts nécessaires au remboursement des intérêts devant être payés à leurs créanciers¹⁹. En ce sens, nous dit Commons, avec la négociabilité des dettes,

entamée. Ainsi, pour assurer la protection financière du porteur, il était strictement nécessaire de pouvoir identifier avec certitude le dernier débiteur de la lettre. À Anvers, au 16^e siècle, ce fut la technique financière de l'endossement, laquelle consiste à apposer sa signature à l'endos d'un effet de commerce, qui permit aux autorités de retracer la personne contre qui entamer une action légale en cas de non-paiement, et partant, d'assurer la protection financière du détenteur de la lettre obligataire. Grâce aux deux techniques financières dont nous venons de discuter, la lettre obligataire devint dès lors un objet entièrement négociable, représentant ainsi un droit *cessible* à un revenu sous forme d'intérêt.

¹⁹ C'est en Angleterre, au 17^e siècle que fut créée la première Banque centrale. Pourquoi? Dans l'ensemble de l'Europe, le manque de confiance dans la capacité des gouvernements à rembourser leurs dettes nuisait considérablement à l'obtention des fonds nécessaires au financement de leurs activités (Michie, 2006). En raison de l'insolvabilité des États, l'essentiel du trésor public de la plupart des pays européens provenait donc presque exclusivement de taxes imposées sur toutes sortes de produits ou d'activités (Dickson, 1967; Roseveare, 1991). Or, non seulement ces mesures devinrent rapidement un lourd fardeau pour les populations, mais, au moment où les besoins financiers des États augmentèrent – notamment en raison des nombreuses guerres qui, à l'époque, traversaient l'Europe –, les fonds ainsi obtenus se révélèrent vite insuffisants pour financer l'ensemble des activités étatiques. (Ingham, 2004; Dickson, 1967, Roseveare, 1991). Pour pallier à cette situation, les États commencèrent bientôt à se financer en émettant des titres sur la bourse d'Amsterdam (Michie, 2006). Or, lorsque l'Angleterre entra en guerre contre la Hollande, la possibilité pour l'État de financer ses activités militaires en émettant des titres à court terme sur la bourse d'Amsterdam fût, évidemment, complètement anéantie. En vue de remédier à la situation, l'État anglais procéda à la mise en place d'un nouveau système de financement public. Dans le cadre de ce nouveau système, ce n'était plus les fonds obtenus par l'entremise de taxes qui servaient au financement de ses activités militaires, mais ceux levés par l'émission d'obligations (*bonds*) (Roseveare, 1991; Dickson, 1967). En effet, plutôt que d'avoir recours à de lourdes taxes s'imposant à tous indépendamment de leur volonté, l'État se mit désormais à emprunter auprès de citoyens volontaires. En échange des fonds ainsi récoltés, des promesses de paiements sous forme d'obligation d'État (*state bonds*) étaient distribuées. Celles-ci donnaient alors droit au paiement d'un intérêt et au remboursement complet, à échéance, du montant prêté. Tout comme les créances privées, les créances d'État étaient elles aussi cessibles et, par conséquent, négociables. Bien qu'elles pouvaient facilement être négociées, les obligations d'État demeuraient cependant impopulaires, et ce, en raison de la réputation négative qui leur était associée. En effet, il n'existait encore aucune procédure qui orientait par avance les activités financières de l'État sur le long terme. Ce faisant, il arrivait souvent que l'État ne rembourse pas les intérêts dus à ses créanciers. Compte tenu de l'insolvabilité de l'État et, par conséquent, du risque que comportait la détention de ces titres, ces derniers étaient donc intensément répudiés par les investisseurs (Michie, 2006). Pour remédier à l'impopularité des titres qu'il émettait en vue d'assurer le financement de ses activités militaires, l'État anglais procéda, en 1694, à la création d'une société par actions toute spéciale, soit la Banque d'Angleterre. Si le principe de la banque publique n'avait rien de nouveau à l'époque, la fonction qui fut attribuée à la Banque d'Angleterre était pour sa part sans précédent : moyennant intérêts et frais d'opération, c'est elle qui fournit désormais à l'État les prêts nécessaires au remboursement des intérêts devant être payés aux détenteurs d'obligations. En contrepartie, elle se vit octroyer le privilège de « battre monnaie », c'est-à-dire de transformer les créances d'État en monnaie bancaire. Plus spécifiquement, elle obtint le droit exclusif de transformer les promesses de paiement

« What [I buy] is not a physical thing. It is a promise of future behavior on your part and a permission to me to get the officers of the law to compel you to behave as you promised if you do not do so willingly. You have sold to me a part of your liberty. Let us call it an Encombrance on your Liberty » ([1924] 1974, p. 22).

L'action est elle aussi une propriété intangible, puisqu'elle renvoie à la valeur d'échange des opportunités sur le marché. Cette forme particulière de propriété se développe lorsque les *going concern* prennent la forme légale de la corporation et deviennent elles-mêmes des propriétés intangibles. En vertu de ce nouveau statut juridique, les propriétaires d'un *going concern* ne sont cependant plus directement responsables de cette dernière : leurs droits individuels sont désormais dissociés de leurs droits de propriété. En ce sens, la corporation est une entité juridique qui repose sur la dissociation légale des droits *in personem* des droits *in rem* (Commons, [1934] 1959)²⁰. Dès lors que ce sont les *going concerns* qui deviennent eux-mêmes des

faites par l'autorité publique en un moyen de paiement officiel pouvant à tout moment être converti en une quantité d'or préalablement fixée, soit le billet de banque.

²⁰ À son origine, la corporation n'était pas une institution privée, ayant pour seul but l'accumulation de profit, mais une institution semi-publique mise sur pied par l'État en vue de mener à bien des projets nationaux nécessitant d'énormes ressources financières (Roy, 1997; Dickson, 1967; Roseveare, 1991). L'incorporation n'était pas un acte relevant de la volonté des individus : c'était plutôt l'autorité souveraine qui, par l'émission de chartes spéciales, permettait la formation de sociétés par actions (Dickson, 1967; Bowman, 1996; Roy, 1997). Lui seul pouvait donc permettre l'accès à cette forme de propriété. Relevant d'un acte souverain à la fois ponctuel et exceptionnel, ces chartes étaient également tributaires des instances législatives en ce sens où chaque demande d'émission devait faire l'objet d'un débat avant d'être approuvée. Pour obtenir une telle charte, les individus désirant s'incorporer devaient faire la démonstration que leurs intentions étaient bel et bien de servir la communauté, et non simplement de faire du profit (Roy, 1997, p. 45). Dans ce contexte, un simple doute des autorités quant aux réelles intentions des individus pouvait justifier le refus d'une demande d'incorporation et faire ainsi échouer le processus d'émission d'une charte. En raison de l'existence de telles chartes et du processus législatif qui caractérisait leur émission, le nombre de corporations créées était donc limité. Lorsque leur création était approuvée, les corporations devaient se soumettre à un ensemble de closes visant à encadrer de façon étroite l'ensemble de leurs pratiques. Enchâssées dans la charte émise, ces closes spécifiaient notamment la quantité maximale de profit pouvant être engrangée, les échéances et le rythme des opérations de même que la durée de vie de la charte (Roy, 1997; Bowman, 1996). La *Verenigde Oostindische Compagnie* (VOC) ou encore, la *Dutch East India Company*, fut la première société par actions à être mise en place par l'entremise d'une charte (Petram, 2011). Formée en 1602, cette entreprise hollandaise se spécialisait dans le commerce entre l'Asie et l'Europe. De façon plus précise, elle envoyait des bateaux en Extrême-Orient, lesquels revenaient en Hollande remplis de produits de luxe qui étaient par la suite vendus dans toute l'Europe. En contrepartie de ce monopole commercial, la VOC devait par ailleurs assurer la colonisation de l'Asie. Pour mener à bien cette

propriétés intangibles, ce qui est vendu et acheté sur le marché ne devient rien d'autre que des opportunités de profit à venir ou, mieux encore, la possibilité de transactions futures. Pour résumer ces deux types de propriété intangible que sont respectivement les obligations et les actions,

« Encumbrances are duties that other people owe to me, and opportunities are their liberties, their absence of duties to me. Yet, both are valuable to me and valuable to a third party who buy them of me, and are therefore property in the sense of exchangeable value or assets » (Commons, [1924] 1974, p. 23).

La valeur d'échange pouvant être obtenue de la vente des obligations, et, plus encore, des actions, est par ailleurs hautement spéculative, et ce, parce qu'elle dépend de comportements futurs qui ne sont pas mesurables. Dans le cas des obligations, elle dépend de la capacité à venir de l'autorité publique à garantir le devoir de prestation des débiteurs, dans le cas des actions, elle repose sur la capacité des individus siégeant sur l'organe de contrôle d'une organisation à mettre en place des *working rules* permettant de reproduire le *goodwill* de cette dernière. Pour reprendre les termes de Commons ([1924] 1974, p. 161), « it is this very intangible asset, the goodwill of a going concern, consisting in the expectation of a net operating income, that is bought and sold when the stocks [...] of the concern are bought and sold » Or, puisque le *goodwill* de l'entreprise correspond à sa capacité à maintenir ses opportunités de marché dans le temps et que cette capacité, puisqu'elle est comportementale, ne figure dans aucun livre comptable, la valeur d'échange de ce *goodwill*, qui correspond à la valeur d'échange des actions, est donc hautement spéculative. Pour reprendre encore une fois les termes de Commons ([1924] 1974, p. 211),

activité, la compagnie disposait d'une armée qui lui permettait de combattre les résistants autochtones et de repousser les puissances européennes rivales des routes commerciales et des territoires conquis.

« If value were a fixed external object, having a physical existence, there could be one value of a thing at one time and place. But if value is a *process of valuing* [the goodwill of a going concern], then the *purpose* of valuation determines what the value shall be. If the purpose is that of setting forth an ethical relation between buyer and seller, creditor and debtor, employer and employee, sovereign and citizen, expressed in prices, then there might be conceivably be as many values of the same thing as there are varieties of these elementary human relations. »

Partant, ce processus d'évaluation conduit donc, pour Commons, à la spéculation financière et à la formation de bulle (*overevaluation*).

De ce qui vient d'être dit, on comprend donc que les obligations et les actions sont des formes particulières de propriété intangible qui sont achetées et vendues dans l'anticipation de leur valeur d'échange. Cette valeur est par ailleurs hautement spéculative, en raison du caractère intangible, non mesurable, de ce qui est vendu et acheté. Dans le cas des obligations, ce qui est échangé, « [is] the intangibility of the promised collective behavior of public officials which authorizes private behavior », dans le cas des actions,

« [It is] the intangibility of the expected collective behavior of the members of the association itself, which is a private behavior thereby authorized. One is the promised behavior of government set forth in working rules for public officials, the other the intended behavior of a going concern set forth in the working rules of its employees, agents and functionaries » (Commons, [1924] 1974, p. 145).

Or, pour réaliser cette valeur d'échange, il est néanmoins primordial que les investisseurs/spéculateurs soient libres d'accéder au marché financier – ce que

Commons appelle plus généralement le *money market*²¹. En effet, comme dans le cas de n'importe quelle forme de propriété intangible, il est strictement nécessaire que les individus désirant tirer une valeur monétaire des obligations et des actions puissent les acheter et les vendre librement sur le marché des titres. Par libre accès au marché, il faut entendre ici aussi la liberté de choix entre les deux meilleures alternatives disponibles au moment de la transaction ou encore entre les deux meilleurs prix de vente/achat. En ce sens, un minimum de quatre personnes est, ici aussi, toujours

²¹ Notons que les marchés financiers existaient bien avant que les obligations et les actions ne fassent leur apparition. En effet, c'est à Bruges, au 14^e siècle, qu'émergea ce que nous pouvons considérer être la première forme moderne de marché financier. Cette émergence se fit en lien avec l'apparition d'un instrument financier particulier, ayant alors pour fonction de médiatiser les relations de créances liées aux activités commerciales entre les marchands : la lettre de change. Pour comprendre cette émergence, il faut savoir qu'à cette époque, en Europe, il était strictement prohibé par l'Église de prêter à un tiers une somme d'argent contre intérêt. Pour cette raison, il n'existait pas de bailleurs de fonds professionnels. Les prêts étaient plutôt octroyés de façon ponctuelle (De Roover, 1942). Or, à la fin du Moyen-Âge, une catégorie de financiers professionnels, au statut légal particulier, fit son apparition à Bruges : les cambistes. En plus de faire le commerce de gros, les cambistes se spécialisaient dans le commerce des lettres de change (parce qu'ils s'adonnaient à la fois au commerce de marchandises et au commerce de telles lettres, les cambistes étaient donc, en ce sens, des « marchands-banquiers »). Au Moyen-Âge, cependant, la lettre de change n'était pas encore reconnue ni garantie par l'autorité souveraine, de sorte que, d'un point de vue légal, elle n'était pas légalement négociable. À cette époque, la lettre de change était plutôt un contrat notarié, soit une forme d'accord juridique singulier et privé, par lequel un marchand-banquier, appelé « donneur », avançait une somme d'argent à un tiers, appelé « preneur » ou « tireur », et recevait en échange un instrument qui était payable à usance, soit à terme, mais dans un autre lieu et dans une autre devise (De Roover, 1946). Mentionnons également qu'en raison de cette même prohibition de l'usure, ou encore, du prêt « à gain certain », les lettres de change ne pouvaient être escomptées. Plus simplement, cela veut dire que la lettre de change n'était pas encore un instrument reconnu par l'autorité souveraine détentrice de la violence légitime et que, ce faisant, les prestations de paiement et de livraison inhérentes à son achat et à sa vente ne pouvaient être garanties par l'instance du droit. Quoi qu'il en soit, les lettres de change étaient tout de même négociées. C'est à la place publique de Bruges, dans un bâtiment nommé « bourse », que se rencontraient les cambistes pour négocier les lettres de change. Parce qu'une telle négociation n'était pas reconnue par l'autorité royale, il va de soi que cet endroit était un lieu privé, dépourvu de toute forme d'encadrement formel. Le nom « bourse », qui fut officiellement donné à ce lieu privé particulier où s'accomplissaient la vente et l'achat de tels instruments financiers, n'est pas anodin. En effet, au 14^e siècle, l'appellation « bourse » était en fait utilisée pour désigner l'endroit où se rencontraient les marchands venus d'ailleurs pour faire le commerce des marchandises. De façon plus spécifique, il y avait sur cette place commerciale une maison que l'on avait coutume d'appeler « beurse », en raison du fait qu'elle appartenait depuis plusieurs générations à la famille Van der Burse. Selon Van Werveke (1936), c'est donc par tradition que les cambistes se rencontraient devant cette maison pour accomplir le commerce des lettres de change et qu'ils donnèrent le nom officiel de « bourse » pour désigner cet endroit. Ce terme fut par la suite employé dans les autres grands centres financiers, comme Anvers, Lyon ou Amsterdam, pour dénommer le lieu où s'effectuait le commerce de tels contrats. Le mot fut même utilisé pendant un moment en Angleterre, avant qu'Élisabeth I ne lui substitue le nom d'*Exchange*.

nécessaire pour que l'individu réalise la meilleure valeur monétaire, soit deux acheteurs et deux vendeurs : le vendeur et l'acheteur actuels ainsi que la meilleure alternative pour chacun d'eux.

La bourse est un *going concern* lié à la vente et à l'achat d'obligations et d'actions sur le marché financier. De façon plus spécifique, elle vise à contrôler le processus de négociation des titres financiers en vue d'en revendre le droit d'accès. Plus simplement encore, la principale finalité de la bourse consiste à contrôler l'accès des investisseurs-spéculateurs au marché financier et à tirer profit de ce contrôle en leur imposant des frais pour accéder aux titres ou pour s'en départir. La bourse est donc, en ce sens, une entité économique qui vise à tirer un bénéfice des transactions financières des autres en les obligeant à payer des frais d'accès au marché (en tant que condition *sine qua non* à l'évaluation des alternatives et au choix de la meilleure offre disponible, c'est cet accès qui, pour les investisseurs-spéculateurs, devient dès lors une valeur d'usage). Ainsi, si elle se pose effectivement comme un intermédiaire incontournable aux transactions, ce n'est jamais pour rendre ces dernières plus efficaces, mais bien afin de les contrôler et d'en soutirer un gain monétaire. Bien que Commons ne théorise jamais directement la bourse, c'est ce contrôle qui lui fait dire que « the stock exchange is similar to a cartel » (1951, p. 59).

Bien qu'elle s'interpose entre les investisseurs-spéculateurs et le marché financier à la manière d'un cartel, la bourse est néanmoins, comme n'importe quelle organisation économique capitaliste, une unité de pouvoir qui, dirigée par la logique de la propriété privée intangible, articule deux activités distinctes et potentiellement en conflits : une activité de production (*going plant*) et une activité commerciale (*going business*). Mais que produit donc la bourse? Dans la mesure où la bourse s'arroge le contrôle du processus de négociation, elle doit par conséquent mettre en place un mécanisme qui lui permet de le contrôler. En ce sens, l'activité productive de la bourse, son *going plant*, vise donc à mettre en place un mécanisme de

négociation et à assurer la reproduction de son opérativité. Si ce mécanisme peut prendre plusieurs formes – formes que la microstructure des marchés a d'ailleurs pour tâche d'étudier en tant que discipline – sa mise en place et la reproduction de son opérativité sont néanmoins toujours le produit du travail humain. Et, puisque ce travail est ici aussi réparti entre plusieurs tâches, une coordination des différentes forces productives par l'entremise de transactions managériales s'avère dans ce cas aussi nécessaire.

Or, parce qu'un mécanisme de négociation est produit en vue d'obtenir une valeur d'échange, et parce que cette valeur augmente en fonction du degré de la rareté, il importe par conséquent de contrôler artificiellement l'accès à ce mécanisme afin d'accroître les profits pouvant être générés. À travers des transactions de rationnement, la bourse parvient donc à restreindre l'accès à son mécanisme à certains membres exclusifs, soit à ceux que l'on a coutume d'appeler « courtiers ». Moyennant des frais d'adhésion, ceux-ci sont dès lors les seuls à avoir accès au processus de négociation. Ce faisant, ils peuvent par la suite offrir aux investisseurs-spéculateurs un service de vente et d'achat de titres moyennant commission. Plus l'accès au mécanisme sera restreint à une mince quantité de courtiers, plus les frais de commission chargés aux investisseurs-spéculateurs seront élevés. Inversement, plus les courtiers empocheront des profits sous forme de commission, plus la bourse sera en mesure de charger des frais élevés d'adhésion. Quoi qu'il en soit, pour procéder à l'achat et à la vente d'actions et d'obligations, les investisseurs-spéculateurs doivent toujours avoir recours aux services d'un courtier, lequel doit pour sa part être membre d'une bourse. Par l'entremise des transactions de rationnement, les gains obtenus par la bourse *via* les frais d'adhésion sont par la suite répartis entre les différents participants (employés, propriétaires, créanciers, managers, etc.).

Si une bourse peut exister sans aucune reconnaissance juridique, elle s'expose elle aussi, comme tout autre *going concern*, à la liberté des autres bourses et, ce

faisant, à la possibilité de subir un ensemble de préjudices ne pouvant être compensés. Pour remédier à cette situation, une bourse doit donc elle aussi exister *in contemplation of law*, en tant qu'entité légale. En fonction du statut juridique sous lequel elle s'enregistre, la bourse se voit dès lors imposer par l'État un ensemble particulier de *working rules* qui, d'un côté, limitent sa liberté et qui, de l'autre, lui assurent une sécurité. Or, indépendamment du statut juridique sous lequel elles s'enregistrent, les bourses, en tant que *going concern*, ou encore en tant qu'entité dont la principale vocation consiste à produire de la valeur d'usage dans l'anticipation d'une valeur monétaire, sont par ailleurs toutes soumises au *due process of law*, et, plus particulièrement, aux lois sur la compétition juste et équitable. De ce qui précède, on comprend donc que, ne pouvant passer par la contrainte pour augmenter leurs gains, c'est en procédant à l'accroissement de leur *goodwill* que les bourses parviennent à augmenter leurs opportunités sur le marché et à multiplier leurs profits.

La question ici est : en quoi consiste le *goodwill* d'une bourse? La réponse est simple : puisqu'une bourse tire ses profits des frais d'adhésion des courtiers, lesquels tirent leurs propres profits de la multiplication du nombre de transactions accomplies pour le compte d'investisseurs-spéculateurs, le *goodwill* d'une bourse renvoie donc aux avantages concurrentiels s'adressant à la fois aux investisseurs-spéculateurs et aux courtiers. Ces avantages peuvent ici aussi être répertoriés en deux catégories, soit le *commercial goodwill* et l'*industrial goodwill*. Le *commercial goodwill* s'adresse aux investisseurs-spéculateurs et fait référence à tous les comportements adoptés par la bourse afin de les convaincre de transiger avec ses courtiers plutôt qu'avec ceux d'une autre bourse. De façon plus spécifique, le *commercial goodwill* d'une bourse se rapporte à sa réputation, à celle de ses courtiers, aux protections financières offertes, aux commissions devant être déboursées, aux possibilités de gains spéculatifs, aux services connexes, tels que la prise en charge du processus de règlement-livraison, etc. Pouvant prendre une infinité de formes, ces avantages dépendent néanmoins du

groupe social qui constitue le principal bassin d'investisseurs-spéculateurs au moment de les établir.

L'*industrial goodwill* concerne quant à lui deux choses. Dans un premier temps, il concerne le mécanisme de négociation en lui-même. Dans un deuxième temps, il concerne la production des services connexes. L'*industrial goodwill* fait donc en ce sens référence aux comportements des participants de la bourse. Plus spécifiquement, il fait référence à la capacité des gestionnaires à mettre en place un processus de cotation qui soit adapté aux activités commerciales des courtiers (activités qui dépendent elles-mêmes de la nature de leurs clients et de leurs activités d'investissement-spéculation), et de l'autre, à leur capacité à orchestrer les activités des employés du *back-office* assurant la production des services connexes. En ce sens, l'*industrial goodwill* s'adresse donc davantage aux courtiers qu'aux investisseurs-spéculateurs.

Comme pour toute autre forme de *going concern*, c'est par l'entremise de *working rules* que la bourse parvient à obtenir de ses participants les comportements nécessaires à l'augmentation et au maintien de son *goodwill*. Tout comme celles mises en place par l'État, ces règles déterminent ce que chaque participant, selon son statut, peut et ne peut faire, ce qu'il pourrait faire et ce qu'il doit et ne doit pas faire. Plus précisément, elles déterminent les droits et les devoirs des courtiers, des employés du *back-office*, des dirigeants et investisseurs-spéculateurs. Puisque la bourse est une organisation économique, ce n'est jamais une sanction physique qu'elle peut infliger aux individus qui transgressent les règles, mais seulement une sanction économique se traduisant par une perte de gains. Comme dans tout *going concern*, ce contrôle de l'action individuelle des participants par l'action collective de la bourse peut cependant s'exercer *via* les deux catégories de *working rules* sur lesquelles nous nous sommes penchés précédemment, soit les règles coutumières, lesquelles correspondent aux habitudes, aux croyances et aux ententes tacites

partagées par les participants, et les règles organisées, qui sont mises en place par l'organe de contrôle de l'organisation et dont le contenu dépend des intérêts partagés de ceux qui les créent et les garantissent. Si ces règles formelles ne peuvent se développer qu'à l'intérieur des limites permises par le statut juridique de la bourse, en cas de transgression du *due process of law*, c'est ici aussi que les représentants de l'État interviennent et imposent des sanctions d'ordre supérieur, soit des sanctions pouvant faire intervenir la violence physique. Par ces *working rules*, des transactions routinières, soit des pratiques spécifiques qui caractérisent le *goodwill* de la bourse à un moment donné, apparaissent. Ce sont ces transactions qui, dès lors, permettent à l'organisation de se démarquer de ses concurrentes et, ce faisant, d'augmenter ses opportunités de marché de même que ses profits.

Il est à noter que les transactions routinières qui émergent des *working rules* mises en place par la bourse et qui, représentant son *goodwill*, lui permettent de se démarquer de ses compétiteurs sur le marché, confèrent à l'organisation un autre type de pouvoir économique qui lui permet de développer une seconde activité commerciale. Ce pouvoir économique que lui confère son *goodwill* n'est en fait rien d'autre que celui qui lui permet de discriminer les titres négociés. Pour comprendre ce pouvoir, il faut savoir que, pour les corporations dont les titres sont vendus et achetés sur le marché financier, la bourse constitue un important vecteur d'augmentation de leur propre *goodwill*, et ce, parce que, *légalement*, leur valeur marchande correspond à leur capitalisation boursière, soit à la valeur totale de leurs actions sur le marché (Commons [1934] 1959). Dans ce contexte, la cotation des titres émis par les corporations devient très importante : puisqu'elle permet aux investisseurs-spéculateurs de spéculer sur la valeur d'échange de leurs actions et obligations, elle permet de faire augmenter cette valeur et, partant, d'accroître la capitalisation boursière des corporations. Les corporations sont dès lors en mesure d'augmenter leur propre *goodwill*, c'est-à-dire d'obtenir davantage de fonds lors de leur prochaine émission d'actions, d'obtenir de meilleures conditions de prêts

bancaires, d'augmenter la confiance de leurs créiteurs et de leurs employés dans leur capacité à générer des revenus dans l'avenir et à maintenir les emplois, etc. Dès lors, plus une bourse parvient à attirer d'investisseurs-spéculateurs, plus elle devient pour les corporations un vecteur d'augmentation de leur propre *goodwill*. En ce sens, lorsque la bourse acquiert un avantage concurrentiel, ou encore, lorsqu'elle réussit à augmenter ses opportunités marchandes en attirant vers elle des investisseurs-spéculateurs, elle acquiert par la même occasion un pouvoir économique qui lui permet de choisir les titres pour lesquels les prix sont centralisés. Plus spécifiquement, elle acquiert la possibilité de contrôler l'accès au processus d'introduction en bourse et de cotation des titres et de vendre par la suite ce droit d'accès à des corporations triées sur le volet en vue d'en empocher un gain monétaire. Par l'entremise de *working rules* prenant la forme de critères de sélection, la bourse peut dès lors déterminer quelles corporations peuvent être cotées. Pouvant porter sur plusieurs aspects des corporations (comme, par exemple, la nature de leurs activités productives ou encore le niveau de leur capitalisation), ces règles varient par ailleurs en fonction des investisseurs-spéculateurs qu'elle désire attirer. Encore une fois, on peut dire que la bourse n'est pas un simple intermédiaire des échanges, mais un *going concern* qui non seulement contrôle l'accès des investisseurs-spéculateurs aux processus de négociation, mais qui restreint également l'accès des corporations au processus de cotation. En ce sens, on peut également affirmer que la bourse n'est pas exogène à l'économie, mais qu'elle participe à sa forme en déterminant la taille des entreprises cotées, leurs activités productives et la nature de leur *goodwill*.

Conférant à la bourse le *goodwill* à partir duquel elle parvient à augmenter ses opportunités commerciales auprès des investisseurs-spéculateurs *et* des corporations, les transactions routinières qui caractérisent le fonctionnement normal de l'organisation n'acquièrent par ailleurs jamais un caractère fixe et immuable. Comme pour n'importe quelle autre forme de *going concern*, elles évoluent dans le temps. Ici aussi, c'est la volonté créatrice des participants qui constitue le principal moteur du

changement. En effet, ceux-ci n'acceptent jamais passivement les *working rules* mises en place par l'organe de contrôle de la bourse en vue de poursuivre ses activités : une fois instituées, ces règles sont constamment remises en question par les participants, et ce, pour les trois mêmes raisons mentionnées plus haut : les règles ne parviennent jamais à encadrer la totalité des pratiques des courtiers, des investisseurs-spéculateurs, des employés du *back-office*, des dirigeants ou des corporations; elles peuvent s'avérer trop contraignantes ou trop permissives pour l'un ou l'autre de ces participants; finalement, elles ne sont souvent pas adaptées à la nouvelle réalité à laquelle les participants doivent faire face, par exemple l'adoption d'une nouvelle loi, la montée en puissance d'une nouvelle catégorie d'investisseurs-spéculateurs, les changements dans l'organe de contrôle de la bourse, l'apparition de nouveaux produits financiers, de corporations d'un genre nouveau, etc. Cherchant donc soit à exploiter les brèches offertes par les *working rules* pour augmenter leur bénéfice, soit à réformer les règles en raison de leur caractère trop restrictif ou trop libéral, soit à s'adapter à un environnement pour lequel les règles existantes ne s'appliquent pas, les participants vont dès lors cesser de s'engager dans des transactions routinières pour se tourner vers des transactions stratégiques, soit des transactions en rupture avec l'ordre établi.

Si leur apparition relève d'un processus adaptatif, ces transactions ébranlent néanmoins le fonctionnement normal de la bourse, et ce, pour les trois mêmes raisons que nous avons présentées plus haut : rien ne garantit que les transactions stratégiques soient spontanément admises par l'ensemble des participants de l'organisation; les conséquences des transactions stratégiques sur le comportement d'autrui sont imprévisibles; et, finalement, les transactions stratégiques peuvent se buter à l'inertie des autres participants. Affectant le fonctionnement normal de l'organisation, c'est donc, en ce sens, le *goodwill* de la bourse et, partant, les opportunités commerciales de cette dernière qui se trouvent affectées par les transactions stratégiques. Pour assurer sa pérennité, la bourse doit donc absolument résoudre les problèmes générés

par les transactions stratégiques par la mise en place de nouvelles *working rules* et, par extension, de nouvelles transactions routinières. À travers ce processus de réforme, ce ne sont cependant pas toutes les transactions stratégiques qui seront « routinisées » par l'entremise de règles : seules celles qui seront méticuleusement choisies par l'organe de contrôle de la bourse, sur la base des valeurs partagées par les individus en position d'autorité, parviendront à se généraliser et à caractériser le nouveau fonctionnement normal de l'organisation. Si les dirigeants de la bourse sont ceux qui déterminent quelles transactions stratégiques sont éliminées et lesquelles sont, à l'inverse, transformées en transactions routinières, l'État peut ici aussi intervenir dans le processus de sélection en imposant ses propres *working rules*. Comme pour n'importe quel *going concern*, le processus de transformation transactionnelle de la bourse est sans fin puisque les nouvelles règles mises en place offrent elles aussi de nouvelles brèches, créent elles aussi de nouvelles insatisfactions et ne sont effectives que dans un contexte bien particulier. Ce faisant, elles sont vouées à être remises en cause par de nouvelles transactions stratégiques qui devront à leur tour être encadrées ou éliminées.

2.5 Objet et méthode

Dans une perspective commonsienne, le HFT n'est pas un mécanisme mis en place par la bourse en vue d'augmenter la liquidité disponible sur le marché. Il s'agit plutôt d'une transaction routinière qui, existant grâce aux *working rules* établies par les dirigeants de la bourse en fonction de leurs intérêts communs et de leurs valeurs partagées, permet aux organisations boursières d'augmenter leurs opportunités commerciales et, ce faisant, leurs profits. En tant que transaction routinière, le HFT représente donc, en ce sens, une des composantes du *goodwill* des bourses, soit un des avantages concurrentiels à partir desquels elles parviennent à se démarquer de leurs compétiteurs sur le marché, à augmenter leurs bénéfices et à se reproduire dans le temps en tant que *going concerns*.

Or, comme nous l'avons vu précédemment, les transactions routinières ne sont elles-mêmes jamais sans effets sur les *going concerns*. En effet, les *working rules* à partir desquelles des transactions deviennent routinières n'encadrent jamais la totalité des comportements individuels ni l'entièreté du réel. Ce faisant, ces règles sont vouées à être remises en cause par la créativité des participants et à créer de nouveaux problèmes de concurrence qui devront être régularisés au moyen de nouvelles règles. En tant que transaction routinière, le HFT n'échappe pas à ce processus : les *working rules* desquelles il découle présentent certaines brèches, limites et lacunes qui participent à l'adoption de transactions stratégiques par les participants et, ce faisant, à l'apparition de nouveaux conflits qui demandent à être régularisés par les autorités privées et publiques. Or, pour bien régulariser les nouveaux conflits concurrentiels induits par le développement du HFT, il faut d'abord et avant tout comprendre cesdits conflits. Cela revient donc à dire que, pour réglementer les conflits concurrentiels qui ont émergé avec le développement du HFT, il importe de saisir la façon dont cette pratique transforme le choix des opportunités des bourses, soit la façon dont elles parviennent à se démarquer de leurs concurrentes et à réaliser du profit, de même que les possibles violations du *due process of law* auxquelles cette nouvelle forme de *goodwill* peut conduire.

Pour réaliser notre analyse, nous utiliserons la méthode élaborée par Common, soit la *comparative method of reasoning*. Cette façon d'analyser les phénomènes en sciences humaines peut également être qualifiée de « darwinisme méthodologique » (Bazzoli, 1999), en ce sens où elle consiste à étudier à la fois le processus de mutation et de sélection des comportements. Pour comprendre cette méthode, il importe de savoir qu'elle s'oppose explicitement à la méthode d'analyse propre à la science économique qui, empruntée aux sciences naturelles, aborde l'évolution des phénomènes humains en termes de loi et de finalité (équilibre général, efficience, liquidité, etc.). L'évolutionnisme de Commons, nous dit Bazzoli (1999, p. 111),

[Est en effet] tout entier dirigé contre la théorie de la main invisible identifiant un ordre naturel de la société, et sa transcription en théorie de la sélection naturelle selon laquelle les institutions de l'économie de marché ont émergé spontanément de la nature humaine et ont été sélectionnées du fait de leur plus grande efficience.

Or, pour Commons, l'évolution des phénomènes sociaux n'est en rien prédéfinie. Elle ne découle d'aucune loi et ne se dirige vers aucune finalité. L'évolution est bien plutôt le résultat d'un processus cumulatif indéterminé ne répondant à aucune nécessité (Bazzoli, 1999). En fait, pour Commons, la spécificité de cette évolution est d'être le résultat non pas d'un processus de sélection naturelle, comme le prétend la science économique, mais bien le fruit d'un processus de « sélection artificielle », où l'intentionnalité humaine tient une place centrale. Comme le souligne Bazzoli (1999, p. 110) :

Alors que la sélection naturelle décrit un processus d'adaptation à un environnement donné [...], processus en dehors du contrôle des organismes, la sélection artificielle [décrit l'homme] comme organisme capable d'altérer son environnement par son action consciente grâce à l'usage de la pensée et de signes.

Ce « darwinisme méthodologique » est indissociable du pragmatisme américain. Référant à cette approche, et plus particulièrement à celle de Peirce, Commons montre en fait que la psychologie d'un individu n'est en aucun cas réductible à la maximisation de l'utilité, mais qu'elle est plutôt déterminée par le temps irréversible et imprévisible dans lequel s'inscrit l'activité humaine. Plus exactement, dans *Institutional Economics* ([1934] 1959), Commons établit une distinction radicale entre les phénomènes naturels et ceux qui se rapportent à l'activité humaine : contrairement à la nature, qui ne possède aucune réflexivité, l'être humain dispose quant à lui d'une autonomie d'action. Appartenant lui-même à cet environnement naturel de par la substance dont il est constitué, il s'en dissocie en même temps en répondant à des normes spécifiques, lesquelles ne s'inscrivent pas dans le même mouvement que les lois qui régissent la nature, mais précisément en rupture avec elles. Plus simplement, cela veut dire que, contrairement à l'environnement naturel qui ne possède aucune autonomie, l'être humain est quant à lui doté d'une

intentionnalité, c'est-à-dire d'une capacité à orienter son action vers une finalité qu'il peut lui-même choisir. Faisant de cette intentionnalité consciente et sélective la caractéristique distinctive de l'être humain, il en découle selon Commons que les phénomènes sociaux ne peuvent être étudiés en tant que résultats de processus spontanés et prédéterminés, comme le fait la science économique. Ils doivent plutôt être compris comme étant le produit, intentionnel ou non, du *human will in action*.

Cependant, pour Commons, on ne peut appréhender les phénomènes sociaux d'un point de vue strictement individuel, et ce, pour la simple et bonne raison que les humains déploient leur volonté à l'intérieur de la société. Pour reprendre les termes de Gyslain (2002, p. 52), « ils ne sont pas seuls au monde, autonomes dans un monde libre... des autres. Ils vivent "en société", ils bénéficient et sont "sous contrôle" de l'hétéronomie de connaissances et de règles de conduite indépendantes de leur individualité propre ». Dans un tel contexte, poursuit-il (p.52), « la réalité de l'acteur socialisé est irréductible au seul appareillage de ses croyances individuelles singulières, elle ne peut être circonscrite à l'œuvre de l'introspection délibérative individuelle, elle est insaisissable par la seule raison suffisante de l'individu autonome ». S'appuyant sur cette idée selon laquelle les individus n'agissent jamais de façon indépendante, Commons avance donc que les individus déploient leur volonté dans un contexte *institutionnalisé*, c'est-à-dire dans le cadre de règles mises en place par l'action collective. Si les phénomènes sociaux sont le résultat du *human will in action*, cette volonté ne peut par ailleurs jamais être comprise en dehors des règles collectives qui lui permettent d'exister.

Pour analyser les phénomènes sociaux, il faut donc s'intéresser à deux choses : le processus de mutation de l'action individuelle et le processus de sélection des comportements par l'action collective. Le processus de mutation de l'action individuelle fait référence au *human will in action*, soit à cette capacité spécifiquement humaine d'innover et aux sources de cette innovation qui sont

multiples, indéterminées et changeantes. Le processus de sélection se rapporte quant à lui au mécanisme permanent d'ajustement par l'action collective, soit aux règles qui « sont progressivement sélectionnées par ceux qui, dans l'histoire d'une société, ont acquis du pouvoir et assumé la tâche de résoudre les conflits » (Bazzoli, 1999, p. 114). Cette approche soulève donc la question des valeurs, puisque les individus en position de pouvoir ne sélectionnent jamais les règles de l'action en vue d'une finalité déterminée, mais en vue d'un idéal contingent ou encore en vue de l'atteinte d'une situation jugée comme étant « bonne » au moment de la sélection. Ce faisant, l'analyse des phénomènes sociaux implique donc toujours une réflexion de nature normative.

En ce sens, on ne peut selon Commons étudier un phénomène en partant d'une seule et unique cause, comme on ne peut prendre ce phénomène comme étant un aboutissement en soi. Pour comprendre un phénomène, c'est plutôt l'articulation entre la causalité individuelle et la causalité institutionnelle qui doit être étudiée, le phénomène n'étant par ailleurs qu'un moment dans cette chaîne. Dans les termes de Commons, c'est le « *part-whole relation* » qu'il importe d'analyser. Bien qu'un phénomène ne soit qu'un moment dans une chaîne de causalité cumulative sans début ni fin, et bien que l'intentionnalité humaine soit au cœur du processus de mutation, ce sont toutefois les institutions, soit les règles collectives encadrant les actions individuelles, qu'il convient d'analyser comme point de départ. La raison est fort simple : les esprits créatifs sont des esprits institutionnalisés. Ainsi, avant de comprendre les comportements nouveaux adoptés par les individus et les causes de cette nouveauté, il importe de connaître le contexte de départ dans lequel l'intentionnalité humaine s'inscrit. Ce n'est que par la suite qu'il convient de s'intéresser au processus de mutation comportementale, aux sources multiples et contingentes de cette mutation, de même qu'aux processus de sélection des règles de l'action collective par les individus en position de pouvoir. De ce qui vient d'être dit, on comprend que la méthode de Commons est foncièrement historique.

Comme on peut le voir, l'approche méthodologique de Commons rompt avec celle de la science économique. Dans cette perspective, le rôle de l'institutionnalisme ne consiste pas à étudier les « lois » de l'activité économique, mais son évolution, soit les processus par lesquels les nouvelles formes de pratiques émergent et se stabilisent, en analysant le *part-whole* relation, ou encore, l'articulation de l'action individuelle et de l'action collective. De façon plus spécifique, c'est la transformation historique du choix des alternatives offertes aux individus et aux organisations économiques sur le marché qu'il s'agit dès lors d'analyser pour comprendre un phénomène économique et agir sur les problèmes qu'il induit lui-même. La raison qui fait de l'histoire de ces choix l'objet d'étude privilégié de l'institutionnalisme de Commons est la suivante : le capitalisme repose à ses yeux sur la propriété privée intangible, soit sur la propriété de la valeur d'échange future d'une chose, et cette valeur d'échange, pour se réaliser, nécessite un libre accès aux choix des alternatives sur le marché. Ce faisant, c'est par l'étude de la transformation historique des options offertes aux individus et aux organisations économiques, de même que des moyens mis en œuvre par ces deux entités légales pour multiplier leurs gains qu'il devient possible de comprendre les phénomènes économiques.

C'est aussi en partant des règles collectives encadrant les actions individuelles qu'il convient d'analyser un phénomène économique. Plus particulièrement, c'est le contexte institutionnel dans lequel s'inscrit le processus de mutation comportementale à l'origine du phénomène qu'il convient de prendre comme point de départ de l'analyse. En ce sens, c'est donc le *going concern* qu'il convient d'étudier, et ce, à travers les trois éléments qui le caractérisent, soit : les *working rules* mises en place par l'organe de contrôle de l'organisation en vue de générer les transactions routières par lesquelles cette dernière parvient à multiplier ses opportunités commerciales; les intérêts et valeurs des individus en situation d'autorité; la forme légale de l'organisation et le *due process of law* auquel elle doit se soumettre en vertu de ce statut. Une fois le contexte de départ établi, il faut ensuite se pencher sur les

transactions stratégiques des divers participants, soit celles qui rompent avec l'ordre établi, de même qu'aux multiples sources à l'origine de ces transactions. Finalement, il faut étudier les conflits et problèmes générés par ces transactions, à savoir la façon dont elles minent la multiplication des opportunités de l'organisation sur les marchés, de même que le processus de sélection de nouvelles règles collectives par les individus en position d'autorité afin de permettre à l'organisation de continuer à réaliser une valeur monétaire sur le marché et, ce faisant, d'assurer sa pérennité. Or, parce que les nouvelles *working rules* à l'origine de l'institutionnalisation d'une nouvelle pratique économique sont toujours susceptibles d'être abusives et, partant, de violer la loi sur les contrats et celle de la concurrence juste et équitable, une analyse des problèmes liés à la nouvelle activité économique et des mesures mises en place par l'autorité souveraine pour y remédier doit également être réalisée. Comme le souligne Commons (1951, p. 139), « it is the abuses that are embodied in these same working rules that require [that we study] the hierarchy of superior working rules ultimately organized through the sovereign legislative, executive, judicial, and administrative departments of government ». Pour comprendre l'émergence d'une activité économique de même que les abus auxquels elle peut conduire, il convient donc d'analyser l'articulation de ces quatre éléments, soit le contexte institutionnel de départ, les transactions stratégiques et leurs causes, le processus de stabilisation par le *going concern*, de même que les règles adoptées par l'État pour remédier aux possibles abus. Pour reprendre les termes de Commons (1951, p. 143),

« [T]he history of economic condition and the changing alternative open to individuals is necessary for an understanding of present-day economic, and of the relative importance of hundreds of different factors that make up the facts, as well as the different proposals for the future. [It] is the history of many causes and conditions, such as protective tariffs, immigration laws, corporation law, labor unions, ignorance, passion, weakness, strength, and many others, which must be taken into account [...]. Instead of investigating a simple cause of self-interest, hundreds of causes and historical conditions must be weighed and balanced against each other in the endeavor to understand how to act on the present-day problem. »

À la lumière de ce qui vient d'être dit, on comprend que pour saisir la façon dont le HFT transforme le choix des opportunités des bourses, soit la façon dont elles parviennent à se démarquer de leurs concurrentes et à réaliser du profit, de même que les possibles violations du *due process of law* auxquelles cette nouvelle façon de faire peut conduire, il importe d'analyser le processus de mutation comportementale duquel le HFT a émergé, de même que le processus de sélection à partir duquel il est devenu une transaction routinière caractérisant le fonctionnement normal des bourses. Comme le HFT apparaît historiquement aux États-Unis, c'est par l'analyse des bourses états-uniennes que nous analyserons le HFT. Puisque, dans une perspective commonsienne, le *going concern* et les trois éléments qui le caractérisent (les *working rules* mises en place par l'organe de contrôle; les intérêts et valeurs des individus en situation d'autorité; la forme légale de l'organisation et le *due process of law* auquel elle doit se soumettre) constituent le point de départ de toute analyse institutionnaliste, il importe, en ce sens, d'analyser le HFT en prenant comme point d'origine une bourse spécifique. Bien que nous ayons pu choisir d'étudier l'émergence du HFT à partir de n'importe quelle organisation boursière, nous avons néanmoins décidé de porter notre regard sur la Bourse de New York. Notre choix se justifie de plusieurs façons. D'abord, la Bourse de New York jouit d'un très grand pouvoir économique, et ce, autant aux États-Unis qu'à l'échelle mondiale. En effet, selon Michie (1986, 2006), Banner (1998), Sobel (1965, 1975, 1977), Seligman (1982), Oesterle, Winslow et Anderson (1992) et Benn (2000), pour ne nommer que ceux-ci, de toutes les organisations boursières que l'on retrouve aux États-Unis, la Bourse de New York est celle sur laquelle repose l'ensemble du système financier de ce pays. Selon eux, c'est également cette bourse qui, depuis la fin du XIX^e siècle, agit en tant que moteur de transformation du système financier mondial. En raison du pouvoir économique de la Bourse de New York, et donc de son influence sur le choix des opportunités des autres organisations boursières, nous avons donc choisi de la prendre comme point de départ de notre analyse. La seconde raison qui justifie notre choix se rapporte quant à elle à un critère de faisabilité : parce que la Bourse de New

York est l'une des plus anciennes aux États-Unis, mais aussi, parce qu'elle est l'une des plus puissantes d'un point de vue économique, les études portant sur cette bourse particulière sont par conséquent très abondantes et, ce faisant, constituent un matériau riche pour comprendre le HFT. Si nous avons choisi de nous pencher sur le HFT en prenant comme point de départ la Bourse de New York, c'est donc essentiellement en raison des avantages qu'une telle analyse comporte au niveau de la pertinence sociologique et de la faisabilité.

Pour comprendre la façon dont le HFT transforme le choix des opportunités des bourses, de même que les possibles violations du *due process of law* auxquelles cette nouvelle pratique conduit, nous allons dans un premier temps analyser le processus de constitution historique de la Bourse de New York et de son système de négociation (son *going plant* particulier). En ce sens, nous allons nous pencher sur sa forme juridique de départ et sur les lois auxquelles elle a dû se soumettre en fonction de ce statut; sur les *working rules* mises en place par son *Board* afin de susciter de la part des courtiers les pratiques lui permettant de se démarquer des autres bourses et d'attirer les investisseurs-spéculateurs; de même que sur les intérêts et valeurs des individus du *Board*. Une fois que nous aurons établi ce contexte institutionnel de départ, nous analyserons le processus renouvelé de mutation de l'action individuelle et de l'action collective à l'origine du HFT. Cela veut dire que nous analyserons les transactions stratégiques des divers participants (internes et externes) de la Bourse de New York, les causes derrière leur apparition, les conflits de concurrence auxquels elles ont mené, et, finalement, le processus de sélection par les individus siégeant sur son instance décisionnelle et sur les interventions de l'autorité souveraine. Une fois que nous aurons analysé ce processus de causalité cumulative à l'origine du HFT, nous terminerons notre analyse en nous penchant sur les *working rules* adoptées par la Bourse de New York qui ont transformé cette pratique en transaction routinière, et serons dès lors à même de comprendre comment le HFT transforme le choix des opportunités des bourses, de même que les possibles violations du *due process of law*

auxquelles il mène. Il est à noter que, pour effectuer notre analyse, nous n'utiliserons aucun matériau de première main, mais plutôt de la littérature secondaire, plus précisément des études historiques.

2.6 Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons élaboré le cadre théorique à partir duquel nous allons étudier la façon dont le HFT transforme les organisations boursières sur lesquelles il se développe. Nous avons vu que, fondée sur l'étude du droit, l'approche de Commons était la plus adaptée à l'analyse du HFT, et ce, parce qu'elle nous permettait de redonner à la bourse son ancrage social et, ce faisant, d'analyser son processus de transformation historique. En effet, nous avons vu que, dans une perspective commonsienne, la bourse est un *going concern* qui, articulant des dimensions économique, juridique, politique, psychologique et éthique, se transforme dans le temps. De façon plus spécifique, nous avons vu : 1) que la bourse possède une dimension économique, en ce sens où elle est une organisation capitaliste qui contrôle le processus de négociation des titres financiers en vue d'en revendre le droit d'accès et de réaliser un gain; 2) qu'elle possède une dimension juridique, puisque, pour se protéger de la liberté des autres, une bourse doit toujours exister en tant qu'entité légale et se soumettre à la loi sur la compétition juste et équitable; 3) qu'elle revêt une dimension politique, en ce sens où, soumise à la loi sur la concurrence, ce n'est que par son *goodwill* qu'elle parvient à augmenter ses opportunités de profit; 4) qu'elle possède une dimension psychologique et éthique qui nous permet de penser son processus de transformation historique.

À la lumière de ce cadre théorique, nous avons alors avancé deux choses à propos du HFT. D'abord, qu'il devait être appréhendé comme une pratique qui permet aux organisations boursières d'augmenter leurs opportunités de profit. Ensuite, que le HFT n'était pas sans effet sur ces organisations. Nous avons

finalement avancé que, pour régler adéquatement cette pratique, il fallait d'abord et avant tout saisir comment il transforme la façon dont les bourses parviennent à se démarquer de leurs concurrentes et à réaliser du profit.

CHAPITRE III

LE PROCESSUS DE CONSTITUTION HISTORIQUE DE LA BOURSE DE NEW YORK ET DE SON SYSTÈME DE SPÉCIALISTES

Baseball excepted, nowhere in the United States economic and legal system is a group of businessmen given the right to organize themselves into an association with the power to maintain a marketplace for their joint use and then fix prices to be charged in that market, to restrict entry to that market, and to boycott competing markets... This is a unique arrogation of public power to private use.

Le fonds mutuel Investors Diversified Services Inc., dans une déclaration faite dans le cadre d'une enquête menée par la *Securities and Exchange Commission*, en 1971

3.1 Introduction

Dans le chapitre précédent, nous avons présenté notre cadre théorique. Nous avons alors vu que la bourse est un *going concern*, soit une entité collective dirigée par la logique de la propriété intangible qui, articulant des dimensions économique, juridique, politique, psychologique et éthique, se transforme dans le temps. Nous avons également vu que, pour comprendre la façon dont le HFT transforme le choix des opportunités des bourses, de même que les possibles violations du *due process of law* auxquelles cette nouvelle pratique conduit, nous devons d'abord nous pencher sur le processus de mutation comportementale duquel le HFT a émergé, de même que le processus de sélection à partir duquel il a été régularisé par l'organe de contrôle de la bourse. Comme le HFT apparaît historiquement aux États-Unis et que, depuis le 19^e siècle, c'est sur la Bourse de New York que s'appuie l'ensemble du système

financier de ce pays, nous avons également vu que c'était cette bourse particulière qu'il convenait de prendre comme point de départ de notre analyse.

Dans ce chapitre, c'est sur le processus de constitution historique de la Bourse de New York que nous allons nous pencher, de même que sur celui qui conduisit à l'adoption de son système de spécialistes, soit le système de négociation qui caractérisa la NYSE pendant plus de deux cents ans. Dans un premier temps, nous verrons que ce fut au sortir de la Guerre d'Indépendance, au moment où le nombre de titres de dette publique augmenta considérablement, qu'un groupe de marchands entreprit de former la Bourse de New York. Par la suite, nous verrons que ce fut aux termes de la Seconde guerre d'indépendance, au moment où la concurrence entre les bourses s'intensifia, que les membres de la Bourse de New York décidèrent d'acquérir un statut juridique officiel et de se doter de *working rules* leur permettant d'augmenter le *goodwill* de l'organisation et, ce faisant, de multiplier leurs opportunités de profit. Bien que l'organisation aurait pu prendre n'importe quelle forme légale, ses membres choisirent plutôt de lui donner la forme d'un *boys club* et, ce faisant, de mettre en place des règles de négociation strictement privées, échappant au *due process of law*. Finalement, nous verrons qu'au sortir de la guerre civile, au moment où les banques d'investissements se mirent à intervenir massivement dans le financement de l'économie, un groupe particulier d'intermédiaires nommés « spécialistes » fit son apparition et la Bourse de New York devint alors l'un des principaux avantages concurrentiels de l'organisation, soit la principale source de son *industrial goodwill*.

3.2 La Guerre d'Indépendance et l'émergence de la Bourse de New York

3.2.1 Une première tentative avortée de contrôle du processus de négociation

C'est en 1791, dans le contexte de la reconstruction économique des États-Unis suite à la Guerre d'Indépendance, que l'on assista à la première tentative de

contrôle du processus de cotation par un groupe d'individus (Stedman et Easton, [1905] 1969; Sobel, 1965; Banner, 1998, Michie, 1986; Welles, 1975). Avant que le pays n'acquière son indépendance vis-à-vis de l'Angleterre, il n'existait que très peu d'activités marchandes en sol américain. En effet, en raison de la particularité géographique du territoire et de la fertilité des terres, la plupart des colons qui venaient s'établir en Amérique choisissaient de se tourner vers la production agricole plutôt que vers la production manufacturière et le commerce de marchandises.

Durant l'époque coloniale, les pratiques marchandes étaient donc très rares et celles que l'on retrouvait étaient pour la plupart effectuées par des marchands ambulants. Il en était également de même pour les activités bancaires et financières : contrôlées par et depuis l'Angleterre, elles étaient quasi inexistantes sur le nouveau continent (Roy, 1997; Sobel, 1965). Dans ce contexte où l'agriculture était la principale activité économique accomplie par les nouveaux arrivants et où il y avait une absence de banques et de corporations locales, on retrouvait par conséquent très peu de titres financiers aux États-Unis. Comme le souligne Sobel (1965, p. 14),

« Only six or seven chartered companies existed during the entire colonial period [...]. Banking, a necessary precondition for business development and the concomitant growth of securities markets, was hamstrung by the Crown, and those few colonials that might have been interested in starting businesses were prevented by lack of funds. »

Devant cette absence d'institutions bancaires et financières, les individus qui parvenaient à dégager un surplus de leurs activités agricoles le réinvestissaient généralement dans la ferme familiale. Ainsi, ceux qui détenaient les quelques titres financiers anglais qui étaient négociés aux États-Unis n'étaient généralement pas les colons venus s'installer définitivement sur le nouveau continent, mais les marchands ambulants attirés par la possibilité de gains spéculatifs (Stedman et Easton, [1905] 1969 ; Sobel, 1965).

À New York, c'est sur Wall Street que ces marchands se rencontraient pour accomplir leurs activités. Devant son nom au mur de bois de 12 pieds de haut par 1340 pieds de large érigé par le gouverneur Peter Stuyvesant en 1653 pour remplacer la clôture de lattes qui avait jusqu'alors servi à maintenir les animaux d'élevage et les populations autochtones hors de la ville (Stedman et Easton, [1905] 1969), cette rue fut un repaire de pirates jusqu'à la fin du 17^e siècle et devint le lieu de rencontre privilégié des marchands au début du siècle suivant (Sobel, 1965). Si, à l'origine, les marchands se rencontraient sur Wall Street pour faire le commerce d'esclaves et de grains de maïs, ils se mirent rapidement à spéculer sur les quelques actifs anglais qui, ayant traversé l'Atlantique, étaient négociés à New York. Avec le développement de l'économie locale, ces mêmes marchands devinrent également banquiers : en l'absence d'institutions bancaires et financières légalement reconnues, ils se mirent à octroyer du crédit aux individus nécessitant une avance de fonds et à émettre en retour des certificats de crédits qu'ils revendaient par la suite à d'autres marchands-banquiers (Roy, 1997; Steadman et Easton, [1905] 1969). Dès lors que les marchands devinrent aussi banquiers et qu'ils commencèrent ainsi à financer l'économie locale, le nombre de titres financiers augmenta et les possibilités de spéculation se multiplièrent (Steadman et Easton, [1905] 1969).

Bien que les activités spéculatives aient débuté durant l'époque coloniale, ce n'est qu'avec la Guerre d'Indépendance qu'elles augmentèrent significativement. La raison permettant d'expliquer une telle augmentation est la suivante : c'est à ce moment que les premières institutions bancaires firent leur apparition. La première institution à voir le jour fut la Banque d'Amérique du Nord. Fondée à Philadelphie en 1781, cette première banque centrale fut mise en place par le Congrès afin de soutenir le financement des activités militaires et gouvernementales de la nouvelle Confédération (Steadman et Easton, [1905] 1969 ; Sobel, 1965). De façon plus spécifique, explique Sobel (1965, p. 16), « it was granted a national charter in return for making loans to the government and discounting its papers ». Possédant

désormais les fonds nécessaires pour effectuer des paiements de coupons obligataires, l'État procéda dès lors, lui-même, à l'émission d'obligations (Stedman et Easton, [1905] 1969; Sobel, 1965; Roy, 1997). Très rapidement, ces obligations devinrent un facteur de spéculation parmi les marchands-banquiers de Philadelphie (Stedman et Easton, [1905] 1969; Sobel, 1965; Welles, 1975) : « their prices rising and falling with the news of Washington's army » (Sobel, 1965, p. 16). Avec cette augmentation considérable des activités spéculatives dans cette ville, une bourse fut rapidement mise en place sur Chesnut Street. En effet, explique Sobel (1965, p. 17), « a stock exchange was organized, and Philadelphia quotations were the standards by which brokers in other cities set their prices ».

Voulant rivaliser avec Philadelphie qui, à l'époque, était le principal centre financier des États-Unis, des hommes d'affaires de Wall Street décidèrent de mettre en place la Banque de New York. Fondée en 1784, mais n'obtenant une charte qu'en 1791, cette Banque avait alors pour mission d'octroyer du crédit aux commerçants locaux, à la municipalité et au gouvernement des États-Unis (Sobel, 1965). Dans la foulée, des marchands-banquiers new-yorkais spéculant sur des titres de dette publique et sur les actions de la Banque de New York tentèrent de mettre en place une bourse similaire à celle que l'on retrouvait sur Chesnut Street. Ainsi, en 1791, un groupe de spéculateurs forma ce qu'ils nommèrent The Six Percent Club, en référence aux obligations d'État émises au taux de 6 % que ledit groupe aspirait à contrôler (Sobel, 1965; Banner, 1998). Grâce à la formation d'un tel groupe, les membres réussirent ainsi à s'accaparer l'ensemble de ce lot d'obligations et à empêcher les autres marchands d'y avoir accès. En vertu de leur mainmise sur cette catégorie spécifique de titres, ils parvinrent dès lors à imposer des frais de commission à tous les spéculateurs désirant se les procurer et, pour chaque transaction effectuée, à empocher ainsi un gain correspondant à un certain pourcentage de la valeur marchande de l'actif. Selon Sobel (1965), c'est par l'entremise d'enchères que les fondateurs du Club parvinrent à contrôler l'accès aux

prix des obligations d'État et à empocher un profit : par une telle manœuvre, ils obligeaient ainsi les spéculateurs à révéler leurs intentions d'achat et, ce faisant, réussissaient à faire gonfler le prix des actifs et de leur commission.

Particulièrement utiles pour écouler des titres, ces enchères organisées par le Club devinrent rapidement populaires auprès de détenteurs de « vieux » actifs désirant s'en départir afin de s'en procurer de nouveaux. En effet,

« Toward the end of the year, auctions were held in other new issues [...]. A pattern soon developed. In order to sell his holdings, the owner would contact an auctioneer and deposit the certificates with him for sale. Buyers, having been informed of the sale, would congregate at the auctioneer's table to bid on the securities. The auctioneer would call out the name of the securities and its denomination, the term of the sale, and the date of delivery (Sobel, 1965, p. 20) ».

Au début, ces enchères étaient organisées de façon très irrégulière. Lorsqu'elles avaient lieu, elles se tenaient généralement près d'un platane (le fameux *Buttonwood tree*), au 68 Wall Street, et ce, deux fois durant la journée : une fois le matin, et une autre fois en début d'après-midi. Grâce à de telles enchères, ce n'est donc pas seulement l'accès aux prix des obligations d'État émises au taux de 6 % que les fondateurs du club parvinrent à contrôler, mais l'accès à la cotation d'un ensemble beaucoup plus large de titres financiers.

Très rapidement, ces sessions attirèrent de plus en plus d'individus. Si cette situation permettait aux membres du club d'empocher un important profit, il importe toutefois de mentionner que, pour ces derniers, les pratiques de courtage ne représentaient qu'une mince portion de leurs activités. En effet, explique Sobel (1965, p. 20), « these brokers considered stocks and bonds only a minor part of their businesses. Almost all were deeply involved in commercial factoring, insurance, and banking. Even the sale of lottery tickets was more important in this period than of stocks and bonds ». Cela dit, bien que les pratiques de courtage ne représentaient alors qu'une faible part de l'entreprise de ces marchands, celles-ci devinrent par

ailleurs de plus en plus importantes, et ce, au fur et à mesure que la spéculation gagna en popularité. Pour reprendre encore une fois les termes de Sobel (1970, p. 10), « speculation in treasury bonds and stock in the Bank of the United States, which was soon joined by other bank securities, sparked the increased trading. In so doing, it helped creating a new kind of securities market ».

Si ce climat spéculatif fut impulsé par l'augmentation du nombre de titres financiers disponibles, il fut néanmoins grandement favorisé par le recours aux contrats à terme (Banner, 1998). Pour en donner une définition simple, les contrats à terme sont des contrats dans lesquels les acheteurs/vendeurs s'engagent à payer/livrer une certaine quantité de titres, à un prix déterminé aujourd'hui, à une date future donnée. Bien que ceux-ci puissent être utilisés pour se protéger contre les variations du prix d'un actif, c'est généralement pour décupler leurs gains spéculatifs que les individus les utilisent. De fait, les contrats à terme permettent un effet de levier très important. Si, par exemple, un spéculateur anticipe une hausse de l'actif sous-jacent, il achètera un contrat à terme à un individu qui, lui, anticipe plutôt une baisse du prix de l'actif en question. À échéance, l'acheteur du contrat sera tenu d'acquérir l'actif au prix déterminé dans le contrat, alors que le vendeur du contrat sera quant à lui obligé de le lui livrer. Si, à la date d'échéance, le prix réel de l'actif sous-jacent est supérieur au prix spécifié dans le contrat, l'acheteur du contrat réalise un gain et le vendeur du contrat subit pour sa part une perte. À l'inverse, si, à la date d'échéance, le prix réel de l'actif sous-jacent est inférieur au prix spécifié dans le contrat, l'acheteur du contrat subit une perte et le vendeur du contrat réalise un profit. Bien que, dans un contrat à terme, l'effet de levier se fait toujours au détriment de la contrepartie (on parlera d'effet de massue dans son cas), il n'en demeure pas moins que ce type d'instrument est essentiellement utilisé à des fins spéculatives. Aux États-Unis, au tournant du 19^e siècle, il n'en était pas autrement. Offrant ainsi aux spéculateurs la possibilité de multiplier leurs gains, ces contrats contribuèrent donc à l'augmentation

des activités spéculatives, et ce, au plus grand bonheur des membres du club qui, eux, empochaient un profit sous forme de commission.

Si ce contexte spéculatif fut très lucratif pour les membres du Six Percent Club, il eut néanmoins des conséquences sur l'économie états-unienne. En effet, il mena au premier krach financier de l'histoire du pays (Banner, 1998; Sobel, 1965). Afin d'éviter qu'une nouvelle crise de se produise, l'État mit en place une *working rule* très importante, soit une loi interdisant les contrats à terme (Banner, 1998). Dès lors, on assista à une diminution considérable des activités spéculatives et à la dissolution concomitante du Six Percent Club (Banner, 1998).

3.2.2 L'émergence de la Bourse de New York

La reprise économique ne tarda toutefois pas à se faire sentir. En effet, dès le milieu de l'année 1792, l'économie états-unienne connut un nouveau souffle, si bien que l'on assista à une nouvelle vague d'émissions de titres de dette publique et d'actions. Dans un tel contexte, on vit presque aussitôt réapparaître les enchères. Or, celles-ci n'étaient plus conduites par un seul et unique groupe, comme c'était le cas avant la crise, mais bien par une multitude de courtiers plus ou moins indépendants qui, cherchant à tirer profit de ces nouvelles vagues d'émissions en attirant toujours plus de spéculateurs, se faisaient concurrence entre eux en abaissant leur frais de commission (Welles, 1975; Banner, 1998; Sobel, 1970, 1977; Oesterle, Winslow, Anderson, 1992). Dans le but de mater ces courtiers rivaux, un groupe d'intermédiaires se réunit et ils formèrent une guilde de courtiers. Signant le 17 mai 1792 ce qui fut alors appelé le *Buttonwood Tree Agreement*, ceux-ci conclurent un pacte afin de mettre fin aux préjudices que leur portait le climat concurrentiel qui prévalait alors. Ce pacte fut le suivant :

« [W]e, the subscribers, brokers for purchase and sale of public stock, do hereby solemnly promise and pledge ourselves to each other that we will not buy or sell from this date, for any person whatsoever, any kind of public stock at a less rate than one-quarter of one percent commission on the species value, and that we will give preference to each other in our negotiations. »

Comme nous pouvons le constater, ce pacte reposait sur deux principes : l'imposition de frais de commission fixes et l'obligation pour les courtiers de la guilde de transiger prioritairement avec les autres membres du Club. Selon Welles (1975), par la mise en place de telles *working rules*, ces intermédiaires visaient une chose bien spécifique : avoir le contrôle exclusif de l'accès au marché des titres. En effet, explique-t-il (p. 10), « the new group was in essence a wholly private, exclusive club run solely for the benefits of its members and designed, like all cartels, to prevent price competition, and control its market ». Ce que les courtiers de la guilde cherchaient par l'entremise du contrôle de l'accès au marché des titres était simple : contraindre tout individu désirant s'engager dans des activités spéculatives à passer par eux. En obligeant les individus à recourir à leurs services pour pouvoir spéculer, les courtiers de la guilde étaient ainsi en mesure d'exiger une redevance. Autrement dit, en contrôlant l'accès au marché, ils acquéraient de fait la capacité d'effectuer une ponction monétaire sur les activités spéculatives d'autrui. Selon Welles (1975), c'est d'ailleurs cette même volonté de contrôle de l'accès au marché des titres qui, pendant plus d'un siècle et demi, anima les membres de la Bourse de New York. Pour reprendre encore une fois ses termes (1975, p. 10) : « from the Buttonwood Tree Agreement to the present day, member brokers have pursued an aggressive and unswerving policy of eliminating competitors and maintaining a monopoly over the business of stock trading ». Historiquement, ce sont donc les *working rules* adoptées sous le *Buttonwood Tree* qui, mises en place par les courtiers de la guilde afin de contrôler l'accès aux titres financiers, donnèrent naissance à la Bourse de New York, bien qu'à l'époque ce nom ne fût pas encore utilisé pour la désigner. Les membres de ce tout nouveau *going concern*, constitué de 22 courtiers individuels et de 2 firmes, se

rencontrèrent d'abord au Merchant's Coffee-House. Au début de l'année 1793, les courtiers entreprirent par ailleurs de construire leur propre bâtiment : le Tontine Coffee-House.

Jusqu'à la fin du siècle, les émissions d'obligations et d'actions augmentèrent encore considérablement. Comme l'explique Sobel (1965, p. 19), « during the remainder of the decade, 295 chartered companies were formed, most of them banks, insurance companies, dock construction ventures, road companies and mining firms. These shares, often in questionable businesses were [...] traded on Wall Street ». Bien que cette explosion du nombre de titres financiers participât à l'intensification des activités spéculatives au Tontine Coffee-House, il n'en demeure pas moins que le métier de courtier demeura somme toute très marginal au tournant du 19^e siècle. Selon Sobel (1965), deux phénomènes interreliés agirent comme frein au déploiement de ce type d'industrie. D'abord, étant dominés par une économie essentiellement agricole, les États-Unis ne fabriquaient pas la plupart de leurs marchandises, mais les importaient plutôt d'Europe. Ce faisant, aucune loi générale sur les corporations n'existait encore à New York à cette époque²². En l'absence de *working rules* garantissant la responsabilité limitée des actionnaires, très peu de corporations virent le jour. Par conséquent, un nombre relativement restreint d'actions était donc disponible pour spéculer.

L'autre frein au déploiement de l'industrie du courtage fut une conséquence de la première : en l'absence de loi générale sur les corporations, celles qui émergèrent étaient essentiellement organisées sous forme de partenariat. En raison de cette structure juridique plutôt bancaire, les potentiels clients des courtiers – les petits commerçants et les fermiers capitalistes dont la production était assez grande pour

²² Seuls la Caroline du Nord et le Massachusetts possédaient alors une telle loi (Roy, 1997).

dégager des surplus – répudièrent alors les titres de propriété, alors considérés comme louches. C’est ce qu’explique Sobel (1965, p. 25) dans le passage suivant :

« Capital accumulation was taking place throughout the nation [...]. Each small merchant and farmer considered himself a capitalist; rather than invest his funds in companies he could not control, he would put them back into his farm or his shop. Better a new piece of land and new tool than questionable pieces of paper. »

Si la Bourse de New York fut mise en place en vue d’éliminer la compétition et contrôler l’accès au marché des titres, les conflits liés à la concurrence n’existaient néanmoins que dans une très faible proportion, et ce, pour une raison très simple : les marchés financiers et, par conséquent, la spéculation ne jouaient qu’un rôle très mineur dans l’économie états-unienne de l’époque. D’après Sobel (1965, p. 19) : « in the agrarian America of 1800, weeks would pass before a trade in industrial shares would occur on Wall Street ». Par conséquent, la Bourse de New York demeura pour quelques années encore un *going concern* informel, à savoir une organisation n’ayant aucune existence *in contemplation of law* et ne possédant pas de *working rules* destinées à encadrer les comportements individuels de ses participants. Comme nous allons le voir à l’instant, c’est à partir de 1812, avec ce que les historiens appellent « la seconde guerre d’indépendance », que les marchés financiers acquirent une place centrale dans l’économie des États-Unis. Ce faisant, c’est également au cours de cette même période que la concurrence entre bourses se fit de plus en plus féroce et que la Bourse de New York se dota d’un statut juridique, de même que d’un ensemble de *working rules* officielles.

3.3 La « seconde guerre d’indépendance » et la transformation de la Bourse de New York *en going concern* formel

3.3.1 L’augmentation du nombre de titres financiers sur lesquels spéculer et l’intensification des conflits liés à la concurrence

Bien qu’elle ait vu le jour en 1792, ce n’est qu’en 1817 que la Bourse de New York devint un *going concern* reconnu juridiquement et que ses membres se dotèrent

d'un ensemble de *working rules* destinées à encadrer le comportement de ses participants. De façon plus spécifique, ce ne fut qu'au sortir de la seconde guerre d'indépendance de 1812 contre l'Angleterre, à un moment où la quantité de titres disponible sur lesquels spéculer atteignit un niveau sans précédent, que la Bourse de New York devint une véritable organisation économique contrôlant légalement l'accès au marché des titres à son propre avantage (Steadman et Easton [1905] 1969; Sobel, 1965, 1975, 1977; Banner, 1998; Michie, 1986). Selon Sobel (1965), c'est le désinvestissement de l'Angleterre dans l'économie états-unienne qui fut à l'origine de cette augmentation historique du nombre d'actifs financiers disponibles sur les marchés. En effet, avant la guerre, les relations économiques entre les États-Unis et l'Angleterre étaient des plus significatives. Pour preuve, en 1812, quelques mois avant que le conflit n'éclate, les importations en provenance du vieux continent totalisaient 54 millions \$, alors que les exportations s'élevaient quant à elles à un montant de plus de 61 millions \$. En 1814, dernière année des hostilités, ces chiffres n'atteignaient respectivement que 13 millions \$ et 7 millions \$. En plus de cette baisse considérable des relations commerciales, cette guerre fut également marquée par le désintérêt des investisseurs européens pour les obligations américaines et, par conséquent, par un assèchement des fonds étrangers. Dans un tel contexte, et pour la première fois dans l'histoire des États-Unis, « the nation was thrown upon its own resources » (Sobel, 1965, p. 28).

N'ayant plus aucun fonds disponible pour mener la guerre contre l'Angleterre, le Congrès n'eut alors d'autre choix que de procéder à des emprunts massifs. Ainsi, afin de financer ses activités militaires, le pays procéda dès 1812 à l'émission massive d'obligations. Plus spécifiquement, nous dit Sobel (1965, p. 25), « the New York city and state governments floated bond issues each year from 1812 to 1817, and during this same period, federal obligations increased from \$45 million to \$123 million ». En vue de favoriser la mise en place de nouvelles industries, l'État de New York se dota également d'une loi générale sur les corporations au cours de cette

même période (Roy, 1997; Mitchell, 2007; Sobel, 1965). En vertu de cette *working rule*, les actionnaires purent dorénavant jouir du principe de responsabilité limitée. Étant désormais financièrement protégés d'un point de vue légal, ceux-ci devinrent de plus en plus enclins à demander une charte à l'État afin de mettre sur pied une corporation destinée à servir les intérêts du gouvernement²³. Dans la foulée de cette loi, plusieurs nouvelles banques furent donc créées (Sobel, 1965).

En plus des banques, les compagnies d'assurances connurent également un développement important au cours de cette période. Toujours selon Sobel (1965, p. 29), « insurance companies prospered during the war, merchants being more interested than ever in protecting their cargoes. In 1812, the first pure life insurance firm [...] was chartered, and dozens of others followed »²⁴. Selon Roy (1997), les corporations ayant trait au développement des infrastructures maritimes et routières connurent également un essor très important. Il va donc sans dire que la seconde guerre d'indépendance augmenta considérablement le nombre d'obligations et d'actions sur lesquelles spéculer.

Avec cette augmentation du nombre de titres financiers disponibles, les courtiers du Tontine Coffee-House virent à nouveau leurs intérêts pécuniaires menacés. Cette menace provint plus spécifiquement de deux sources différentes. D'abord, elle émana de ceux qui, devant l'augmentation des activités spéculatives, devinrent de plus en plus nombreux à vouloir en soutirer un gain par l'entremise d'un service de courtage (Steadman et Easton [1905] 1969; Sobel, 1965, 1975, 1977;

²³ Il importe de rappeler que les corporations ne sont pas encore des entreprises privées, mais des institutions publiques.

²⁴ Notons également que, dans ce contexte de tension avec l'Angleterre, où les économies locales étaient maintenant laissées à elles-mêmes, la mise en place de nouvelles manufactures fut encouragée par l'État afin de pallier le problème d'importation. Bien qu'elles n'aient pas pris la forme légale de la corporation, le nombre de manufactures explosa littéralement durant la guerre. En 1800, explique Sobel (1965, p. 29), « there were fewer than twenty cotton mills in the nation, and by 1812, there were still fewer than ninety. But four years later the number jumped to more than 200, and millions of dollars were invested in the New England mills alone ».

Banner, 1998; Michie, 1986). Chargeant des frais de commission plus bas que les courtiers de la guilde, ces intermédiaires, que l'on nomma les *curbstone brokers*²⁵, parvenaient ainsi à augmenter leur *commercial goodwill* et à attirer un nombre toujours plus grand de spéculateurs, et ce, au détriment des courtiers œuvrant au Tontine Coffee-House.

Si les *curbstone brokers* étaient des rivaux très importants pour les courtiers de la guilde, les intermédiaires de Philadelphie représentaient eux aussi une source de rivalité des plus menaçantes. En effet, à l'époque, c'est Philadelphie, et non New York, qui était le principal centre financier des États-Unis (Sobel, 1965, 1975, 1977; Banner, 1998). Ce faisant, non seulement il y avait beaucoup plus de titres cotés à la Bourse de Philadelphie qu'à Wall Street, mais, lorsqu'une catégorie d'actifs était disponible à ces deux endroits, les investisseurs locaux comme étrangers choisissaient presque systématiquement de se rendre à Philadelphie. Dans ce contexte, ce sont essentiellement les courtiers œuvrant sur Chesnut Street qui parvenaient à tirer profit des activités spéculatives, et non ceux du Tontine Coffee-House. Par conséquent, « the rivalry between the two cities was fierce, each bidding for the same, federal, state and private bond issues, and both exchanges claiming leadership for the entire nation » (Sobel, 1965, p. 30).

Pour plusieurs courtiers du Tontine Coffee-House, la raison pour laquelle les intermédiaires œuvrant à la Bourse de Philadelphie parvenaient à leur rafler un nombre aussi grand de spéculateurs et à les priver d'une source considérable de profit sous forme de commission était essentiellement liée à la nature formelle des *working rules* qui prévalait sur Chesnut Street par rapport au caractère approximatif de celles

²⁵ Le terme « *over-the-counter brokers* » qui, avec le temps, en vint à être utilisé pour désigner ces intermédiaires particuliers n'est pas anodin : plutôt que d'œuvrer sur une bourse organisée, ceux-ci menaient leurs activités depuis leur propre bureau, « *dealing securities over his counter* » (Sobel, 1977, p. 68). Le terme « marché OTC » (ou « de gré à gré, en français ») fut donc bientôt utilisé pour désigner le marché où œuvraient ce genre d'intermédiaires.

auxquelles se référait la guilde new-yorkaise depuis 1792 (Sobel, 1965, 1975, 1977). Ainsi, le 25 février 1817, dans le but de mater les *curbstones brokers* et les intermédiaires de Philadelphie, les courtiers du Tontine Coffee-House décidèrent de se doter d'un statut juridique et de mettre en place des *working rules* officielles, soit des règles qui allaient permettre l'institutionnalisation de comportements susceptibles d'augmenter le *goodwill* de l'organisation et, ce faisant, d'attirer les spéculateurs. Ils abandonnèrent dès lors ce nom pour adopter celui de New York Stock and Exchange Board.

3.3.2 L'organisation de la Bourse de New York sous forme de *boys club*

Bien que les courtiers aient pu décider de s'organiser selon n'importe quelle forme juridique, ils choisirent plutôt de prendre la forme d'un club. Dans un texte destiné à l'analyse du statut légal de la Bourse de New York, Dos Passos ([1905] 1969) explique bien les avantages d'une telle décision. Pour bien saisir ces avantages, expliquons dans un premier temps quels types de *going concern* le New York Stock and Exchange Board décida de *ne pas* être. D'abord, il décida de *ne pas* être une corporation. Selon la définition qu'en donne Dos Passos ([1905] 1969, p. 511) et qui prévalait à New York, en 1817, sous la loi générale sur les corporations :

« [A] corporation is a creature of the government by virtue of which it has its corporate life. Its charter contains the nature and the conditions under which it transacts its business, and constitutes a contract between itself and the State. It acts as one person in its dealings with the outside world, as if it had one head, one mind, and one purpose. Its shareholders are not liable for its debts, except in certain exceptional cases. It has perpetual succession; that is, it exists until the date fixed in its charter for its dissolution arrives. Being the creature of the State. It is liable to state supervision and visitation. Membership in a corporation is attested by the ownership of shares of stock, which are offered for sale to the public, and which pass from hand to hand with the same facility as negotiable instruments. »

Le New York and Stock Exchange Board décida également de *ne pas* être une copropriété. Au début du 19^e siècle, à New York, une telle forme juridique de *going concern* comportait les caractéristiques suivantes en vertu de la loi :

« In a joint stock association [...] all the individuals composing the company are liable as partners. [Shareholders] are all liable, individually, for the debts, if they should become insolvent. [A] joint stock company [...] exists as a business enterprise – to trade and gain thereby [...]. Membership in a joint stock association is attested by shares which anyone can buy and hold » (Dos Passos, [1905] 1969, p. 512).

Enfin, les courtiers prirent la décision de *ne pas* prendre la forme d'une association – structure juridique qui, liant conjointement les partenaires dans l'accumulation de profits et/ou de pertes, se dissolvait aussitôt que lesdits profits et/ou pertes cessaient d'exister et se transformait dès lors qu'un partenaire quittait/rejoignait l'entreprise (Dos Passos, [1905] 1969).

En refusant de prendre l'une ou l'autre de ces trois formes légales, il en découla par conséquent ceci : le New York Stock and Exchange Board demeura économiquement non défini et, par conséquent, ne fut jamais soumis au *due process of law*. De façon plus particulière, il prit la forme d'une organisation soumise à rien d'autre qu'à ses propres *working rules*. Autrement dit, en 1817, le New York Stock and Exchange Board prit la forme d'un *club*. Comme l'explique Dos Passos ([1905] 1969, p. 517), en parlant de la nature juridique de cette organisation boursière,

« [T]he Exchange is a voluntary association, and the members have the right to associate upon such terms as they see fit to prescribe, so long as there is nothing immoral or in contravention of public policy in the terms and conditions adopted. No man is under any obligation to become a member unless he sees fit to do so, and when he subscribes to the constitution and by-laws, thereby accepting and assenting to the conditions prescribed, he acquired just such rights, with such limitations, and no other, as the articles of the association provide for. »

Selon Dos Passos ([1905] 1969), Sobel (1977) et Welles (1975), cette situation ne fut en aucun cas le résultat du manque de connaissance des courtiers ou celui d'une erreur juridique, mais bien le fruit d'une décision délibérée. En effet, en n'ayant techniquement aucun statut juridique, le New York Stock and Exchange Board

pouvait ainsi jouir de plusieurs avantages. Premièrement, n'étant pas considéré comme une corporation, ou encore, comme une « créature de l'État » (Dos Passos, [1905] 1969), il n'était pas redevable au gouvernement quant à son administration. Plus encore, n'étant d'aucune manière considéré comme une entreprise, le New York Stock and Exchange Board ne pouvait être vu comme un véritable *going concern*, c'est-à-dire comme une organisation ayant comme principale vocation la création de profits. En tant que club, il était plutôt considéré comme une organisation « [that] affords facilities for its members to deal in stocks and securities [and that] gains nothing from the business of its members » (Dos Passos, [1905] 1969, p. 512). Ce faisant, il n'était donc pas tenu de payer des impôts sous aucune forme. Pour reprendre les termes de Sobel (1977, p. 26), « without a charter, the [New York Stock and Exchange Board] could not be taxed by the state or city, and there could be no direct or indirect levies upon floor transactions ». Selon Welles (1975) et Sobel (1977), c'est d'ailleurs la raison pour laquelle la Bourse de New York fut longtemps accusée d'évasion fiscale.

Deuxièmement, n'étant pas une corporation soumise à une charte et, par conséquent, à une date d'échéance ni une association se transformant lors de la résignation ou de l'ajout d'un partenaire, le New York Stock and Exchange Board pouvait ainsi jouir d'une succession perpétuelle. Comme l'explique Dos Passos ([1905] 1969, p. 512),

« It [could] exist as long as its members choose to keep up its organization [...]. The New York Stock and Exchange goes on in its business life without regard to change in its membership by death or transfer of the seats. Members go and members come, but it goes on forever. »

Dernier avantage conféré par l'absence de statut légal au New York Stock and Exchange Board : il lui était possible de trier ses membres sur le volet. En effet, contrairement à une corporation ou une copropriété dont les actionnaires ne peuvent transférer leurs droits sur l'entreprise que par une cession légale de leurs actions, le

New York Stock and Exchange Board, en n'adoptant aucune de ces formes juridiques, pouvait pour sa part choisir ses membres sur la base de leur personnalité, de leur influence ou de leur notoriété. En ce sens, nous dit Dos Passos ([1905] 1969, p. 512), « membership in the Stock Exchange [was] a personal privilege, not transferable without the consent of the Exchange ». De ce fait, l'organisation possédait donc un contrôle total sur ses membres : c'est elle qui décidait des modalités à partir desquelles une personne pouvait devenir membre et qui, de surcroît, choisissait qui allait effectivement le devenir. Pour reprendre encore une fois les termes de Dos Passos ([1905] 1969, p. 514), « the New York Stock Exchange, in this respect [was] like a club. It [had] the right to select its own society, and it can refuse to admit applicants without deigning to give a reason. In this respect, the power of the Exchange [was] almost despotic ».

Prenant donc la forme d'un club plutôt que celle d'un *going concern* soumis au *due process of law*, le New York Stock and Exchange Board se dota de sa propre constitution. Le but derrière la mise en place de telles *working rules* était en outre fort simple : protéger les intérêts pécuniaires de ses membres en s'assurant un contrôle sur l'accès au marché des titres (Banner, 1998; Welles, 1975). En effet, par ces règles, les courtiers du New York Stock and Exchange Board visaient à augmenter le *goodwill* de leur organisation, c'est-à-dire à se démarquer des courtiers que l'on retrouvait sur le trottoir de Wall Street et sur Chesnut Street, et, partant, à s'arroger toujours plus de clients disposés à leur verser une commission « not less than ¼ percent »²⁶.

²⁶ En 1860, il devint possible pour les courtiers de la Bourse de New York de réduire leur frais de commissions à 1/8 de pour cent lorsqu'ils transigeaient avec des spéculateurs importants, comme des banques ou des *curbstones brokers*. Au cours de la décennie, lorsque les frais de commissions passèrent de 1/4 de pour cent à 1/8 de pour cent pour tous les clients, les intermédiaires du club commencèrent en outre à ne se charger que 1/32 de pour cent (voir parfois que 1/50) lorsqu'ils transigeaient entre eux. Bientôt, ce privilège fut étendu à tous les membres d'une firme de courtage, et non seulement à ceux présents sur le parquet (Michie, 1986).

3.3.3 Les principales *working rules* de la Constitution de la Bourse de New York et leurs avantages concurrentiels

Sans en faire une liste exhaustive, les principales *working rules* établies par le Board furent les suivantes²⁷. D'abord, il fut convenu qu'un président (et un vice-président) et un secrétaire seraient élus chaque année par un vote au scrutin. Une fois élus, le premier allait devoir agir à titre de commissaire-priseur et conduire les enchères, alors que le second allait devoir pour sa part tenir un registre des transactions effectuées et des minutes des séances de bourse. Qui plus est, il fut également établi que le président « shall decide all questions of order » (Constitution du New York and Exchange Board de 1817, dans Stedman et Easton [1905] 1969). Notons cependant que cette prérogative ne s'appliquait qu'en cas de litige et qu'à tout moment, la décision du président pouvait être portée en appel par les courtiers qui, à l'époque, étaient ceux qui, par l'entremise d'un processus délibératif, établissaient démocratiquement les *working rules*.

Ensuite, il fut convenu que les nouveaux membres ne puissent être admis que sur la base d'un vote, et que trois votes en défaveur d'une nouvelle adhésion suffisaient à refuser une candidature. Comme l'explique la cinquième règle de la constitution de 1817 (dans Stedman et Easton, [1905] 1969) « the election of all new members should be by ballot – he or they must be proposed at least three days preceding the election, and three black balls shall exclude ».

En ce qui concerne les conditions d'admission au club, le New York Stock and Exchange Board exigea que chaque nouveau membre ait une expérience préalable en matière de courtage. Or, cette condition fluctua au cours des années. Comme l'explique Banner (1998, p. 116),

« The board's initial 1817 constitution required prospective members to “have been in the business for the term of one or more years, either as a broker or an

²⁷ Pour la totalité de ces règles, voir Stedman et Easton ([1905] 1969).

apprentice,’’ but within the year, this requirement was stiffened, mandating a 2-year apprenticeship to an existing member of the board. »

Une fois admis, les membres étaient tenus de se conformer au processus de cotation à partir duquel les titres pouvaient être achetés et vendus. Cette procédure était la suivante (Banner, 1998, p. 116) :

« Trading was conducted at closed meetings in a large room. The president of the board called each security, one by one. As each was called, members wishing to sell would say so, and members wishing to buy would then bid for the stock being sold. The prices at which sales were concluded were transcribed by the board’s secretary and then reported in the newspapers. »

Cette transcription faite par James Medbery (1870, p. 28) d’une enchère ayant eu lieu à la Bourse de New York²⁸ nous permet de mieux comprendre le processus de négociation des titres qui y prévalait :

V.P. : Delaware and Hudson Canal. Any Bids?
(As no broker makes an offer, the mallet rings down upon the desk and the call proceeds.)
 Pennsylvania Coal, Central Coal, Cumberland Coal, American Coal, Spring Mountain Coal, Canton Company, Western Union Telegraph ...
 VOICE: I’ll give ‘5 for a hundred, – ‘5 for a hundred, – ‘5 for a hundred.
 OTHER VOICES: A Hundred at 5/8. Five Hundred at ½. Any part of five hundred at ¼.
 FIRST VOICE: I’ll take A hundred.
 V.P. : At 51/4. A hundred at 51/4. Any bids? *(Rap. Rap)*. That will do for the stock.
 ROBUST BIDDER : 12 for a hundred, – 12, – 12 1/2, – 13 – 14 –
 VOICE : Sold.
 SIMULTANEOUS VOICE: I take the stock.
 V.P. : One hundred to Snow at 14.
 SECOND VOICE: I claim that lot, Mr. President.
 V.P. : The chair decides that Snow made the purchase.
 SECOND VOICE: I appeal.
 V.P. : Is the appeal second?
 FRESH VOICES: Second the motion. – Second appeal.
(The vice-president brings the question to the Board, and Broker No. 2 has but three votes to show for it.)
 V.P. : The Chair sustained. Go on with the stock.

²⁸ Notons qu’il s’agit là d’une transcription d’une enchère ayant eu lieu à la fin des années 1860, et non d’une enchère s’étant déroulée au moment de la constitution du New York Stock and Exchange Board. Bien que ce détail méritait d’être mentionné, il n’en demeure pas moins que cela n’affecte en rien la compréhension que l’on peut tirer de la procédure qui fut mise en place en 1817, puisque celle-ci demeura la même jusqu’en 1869.

Dans une résolution faite quelques mois après l'adoption de la constitution, une *working rule* interdisant les courtiers de quitter la salle durant une enchère en cours fut mise en place. Vers la fin de l'année 1817, un amendement interdisant toute forme de divulgation des prix obtenus au cours des enchères fut également apporté :

« Resolved That no member of this Board, nor any partner of a member, shall hereafter give the prices of any kind of Stock, Exchange or Specie, to any Printer for Publication [...] » (Constitution du New York and Exchange Board de 1817, dans Stedman et Easton [1905] 1969).

En mars 1817, soit une semaine après la signature de la constitution, une *working rule* interdisant les « *wash sales* », soit les pratiques consistant à vendre une certaine quantité de titres à un associé dans le but d'en faire baisser la valeur et de racheter par la suite un plus grand lot à un prix réduit, fut adoptée à l'unanimité par les membres du club. Cette règle fut sans doute l'une des plus contraignantes, puisqu'elle était la seule dont la transgression entraînait une expulsion immédiate du New York Stock and Exchange Board. En effet, le non-respect des autres préceptes ne conduisait qu'à une possibilité de sanction. C'est du moins ce qu'indique la quinzième règle de la constitution en stipulant que « any member refusing to comply with the foregoing rules may have a hearing before the Board, and if he shall persist in refusing, two third of the Board may declare him no longer a member » (dans Stedman et Easton [1905] 1969).

Ce sont les *working rules* sur lesquelles nous venons de nous pencher qui permirent aux courtiers du New York Stock and Exchange Board de contrôler l'accès au marché des titres dans sa quasi-totalité et, ce faisant, d'effectuer une ponction monétaire sur les activités spéculatives d'autrui. De façon plus spécifique, ces *working rules* conférèrent à la bourse le *goodwill*, et, plus particulièrement, le *commercial goodwill* dont elle avait besoin pour attirer les spéculateurs et leur exiger une redevance sous forme de commission. Le premier avantage concurrentiel conféré

par les *working rules* précédemment décrites fut la présence quasi assurée d'une contrepartie dans l'échange. Comme l'explique Banner (1998, p. 120),

One benefits a broker received in exchange for his membership fee was an orderly procedure for matching buyers and sellers and regular access to a room full of other brokers, any of whom might be a trading partner when one was needed. As each issue of stock was called, and as each block of offered stock was put up for auction, every member with an interest in buying or selling was brought together for that purpose with the expenditure of a minimum of time and effort.

Cette situation se distinguait radicalement de celle que l'on retrouvait sur le trottoir. En effet, en raison du caractère désorganisé des transactions, il était souvent très difficile pour un courtier œuvrant dans la rue de trouver une contrepartie dans un délai raisonnable. Or, en étant membre du New York Stock and Exchange Board, les courtiers ne s'exposaient que dans de très rares cas à de tels risques. Pour cette raison, les individus désirant spéculer sur des titres financiers en vue d'en soutirer un profit rapide et facile étaient par conséquent beaucoup plus enclins à avoir recours aux services des courtiers membres du club qu'à ceux des *curbstone brokers* (Banner, 1998). Notons que les enchères comportaient un autre bienfait très important pour les membres du club : étant eux-mêmes spéculateurs, ils profitaient également de la présence de contrepartie pour leur propre bénéfice (Banner, 1998; Welles, 1975).

Un second avantage conféré par les règles de négociation mentionnées ci-haut fut l'accès à de l'information privilégiée concernant le prix des titres. En effet, grâce à la règle stipulant qu'il était interdit aux membres de quitter la salle durant l'enchère, le New York Stock and Exchange Board parvint à empêcher l'information relative au prix des actifs d'être divulguée aux *curbstone brokers* avant que la séance ne soit terminée. Conservée secrète jusqu'à la fin, cette information permettait alors aux courtiers du club d'en tirer avantage au moment de la fermeture de l'enchère : sachant le prix exact auquel un titre s'était acheté ou vendu, ils pouvaient aller dans la rue et effectuer des transactions avec les *curbstone brokers* qui, eux, n'en avaient qu'une vague idée. Pendant un court laps de temps, il était donc possible pour les membres

du club de profiter de cette situation en empochant un gain équivalent à la différence entre le prix enregistré à l'enchère et celui obtenu dans la rue. En vertu de cet avantage informationnel, les courtiers du club parvinrent non seulement à empocher de plus grands gains lorsqu'ils spéculaient pour leur propre compte, mais aussi, à attirer toujours plus de spéculateurs. Comme l'explique Banner (1998, p. 123),

« A speculator who knows the current market price of stock will have an advantage over one who does not because he will be better able to recognize potential profitable transactions. For the same reason, a broker who knows the current market price should more easily attract customers than one who does not²⁹. »

Cherchant ainsi à exploiter au maximum les informations qu'ils recevaient en exclusivité de par leur présence aux enchères, les courtiers de la Bourse de New York envahirent bientôt le trottoir, et ce, en dépit d'un règlement institué par l'organisation en 1836 qui le leur interdisait (Sobel, 1965, 1970, 1977; Banner, 1998). Comme l'explique Sobel (1965, p. 41) dans le passage suivant,

« The brokers always found the curb sales profitable, and now they entered that market importantly [...]. In 1836, the Exchange forbade its members from dealing at the curb, on pain of suspension at "the pleasure of the Board" [...]. As the term "pleasure of the Board" was interpreted loosely, they were in no real danger of losing their seats. »

Selon l'auteur (1965, 1977, 1975), à la fin des années 1830, le nombre de transactions accomplies sur le trottoir était d'ailleurs beaucoup plus important que celui effectué au New York Stock and Exchange Board.

Un troisième avantage conféré par les règles de négociation aux membres du club fut l'assurance d'échanger avec des courtiers solvables. Selon Banner (1998),

²⁹ Cet avantage informationnel fut encore plus marqué avec l'arrivée du télégraphe. Dans la mesure où les nouvelles financières en provenance de l'Europe parvenaient en Amérique par l'entremise de l'île de Manhattan, c'est la Bourse de New York qui était par conséquent la première à recevoir l'information concernant les prix auxquels s'étaient échangés les titres circulant sur les bourses du vieux continent. Pendant un moment, les membres de l'organisation possédaient donc un avantage informationnel par rapport aux courtiers œuvrant dans les autres villes des États-Unis (Sobel, 1965; Michie, 1986; Banner, 1998).

cette assurance était garantie de façon aussi bien formelle qu'informelle. Au niveau formel, la solvabilité de la contrepartie était assurée par les règles strictes d'admission que nous avons mentionnées plus haut. En effet, en soumettant les demandes d'adhésion au ballottage, en faisant de l'expérience professionnelle une condition d'admission et en se réservant le droit d'expulser tout membre faillant à honorer les contrats conclus avec ses pairs, le New York Stock and Exchange Board s'assurait de la présence de courtiers solvables et dignes de confiance, et réduisait ainsi considérablement les risques de défaut de paiement. Du point de vue des membres du club, explique Banner (1998, p. 122), ce processus de sélection très rigide et très exclusif « translated into an ability to depend on his trading partners ».

Cette sécurité était en outre renforcée par une *working rule* informelle qui concernait cette fois tous les courtiers du trottoir : le New York Stock and Exchange Board inscrivait dans un livre appelé le *Black Book* le nom de tous les intermédiaires qui, après s'être engagés dans une transaction avec un courtier du club, avaient failli à leur engagement. Cette procédure était très efficace puisqu'une fois leur nom inscrit dans le *Black Book*, les courtiers insolvable se retrouvaient ostracisés non seulement pas les membres du club, mais par les autres *curbstones brokers* également. Pour continuer à mener à bien leur entreprise de courtage, les intermédiaires de la rue devaient donc honorer leurs engagements auprès des membres du club. Par la menace, ces derniers s'assuraient donc de toujours transiger avec des courtiers solvables lorsqu'ils allaient effectuer des transactions sur le trottoir. Si en 1817, cette liste était constituée de façon plutôt informelle, la procédure fut par ailleurs formalisée en 1834. Dès lors, nous dit Banner (1998, p. 122),

« Members were required to "Report publicly to the Board the name of every person who shall violate his engagement with him," whether it was a client refusing to pay a commission or a nonmember broker refusing to comply with a contract. It became "the duty of the Secretary to keep a Book for the purpose of registering the name of every person reported as a defaulter." So long as a person's name remained in the book, members were barred from transacting with him "under pain of immediate suspension". »

Selon Banner (1998), c'est cette garantie d'échanger avec des courtiers solvables qui permit aux membres du New York Stock and Exchange Board d'augmenter leur *commercial goodwill* et de véritablement se démarquer des *curbstone brokers* et de leurs homologues de Philadelphie. Partant, c'est cette même garantie qui leur permit d'attirer les spéculateurs et d'exiger une importante redevance sous forme de commission. Pourquoi? La raison est double. D'abord, cette garantie conféra aux courtiers du club une meilleure réputation que celle dont jouissaient les intermédiaires que l'on retrouvait sur le trottoir. Ce faisant, le nombre de spéculateurs désirant avoir recours aux services d'un membre du New York Stock and Exchange Board se multiplia. Comme l'explique Banner (1998, p. 123),

« The [...] screening processes provided members with the benefit of a reputation for trustworthiness themselves, which may have been helpful in attracting customers. Investors faced with the choice of hiring a member or a nonmember as a broker probably valued the seal of approval represented by board membership. To the extent this was so, membership increased the number of commissions a broker would receive. »

Plus important encore, la garantie de solvabilité conférée par les *working rules* adoptées par les membres du club permit à ces derniers de s'engager dans des contrats à terme. Comme nous l'avons vu précédemment, les contrats à terme sont des contrats dans lesquels les acheteurs/vendeurs s'engagent à payer/livrer une certaine quantité de titres, à un prix déterminé et à une date convenue. Or, dans la grande majorité de ces contrats, le vendeur des titres en question ne les possède pas encore au moment de la signature de l'entente. Le plus souvent, il les achète tout juste avant que le contrat n'arrive à échéance, soit peu de temps avant qu'il ne soit tenu de les livrer, ou encore, d'un commun accord avec l'acheteur, il s'engage à ne pas livrer les actifs en question, mais à rembourser/recevoir en argent le montant correspondant à la différence entre le prix fixé au moment de la signature du contrat et celui ayant cours au moment de la livraison. Dans tous les cas, les contrats à terme sont généralement utilisés à des fins essentiellement spéculatives. Or, ces contrats étaient

illégaux à cette époque à New York. En effet, et tel que nous l'avons vu précédemment, ils furent interdits par l'État suite au krach de 1791. De ce fait, explique Banner (1998, p. 121) « entering into such a transaction with a stranger in the street could be risky; when the time came to collect, he might be difficult to find ». Dans ce contexte, les spéculateurs les plus avides de gains, soit ceux désirant multiplier leurs profits en ayant recours à de tels contrats, furent par conséquent beaucoup plus enclins à recourir aux services des courtiers membres du club, dont la solvabilité était assurée par des règles strictes de négociation. Cette situation, qui permit aux membres du New York Stock and Exchange Board de multiplier autant leurs gains spéculatifs personnels que leurs profits sous forme de commissions, est très bien expliquée par Banner (1998, p. 126) dans le passage suivant :

« It was widely believed that the crash of 1792 had been caused by such speculation. At the depth of the crash, the state of New York declared void all contracts for the sale of stock in which the seller did not own the stock on the contract date. This statute remained in effect until 1858. As a result, most time bargains were unenforceable in New York's courts during the first half of the nineteenth century. Throughout that time, the stock and exchange board was the only organization capable of coercing a trading partner into complying with one of these time bargains. The board's ability to do so would thus have been of value to New York brokers because it expanded the range of possible trading partners. Without a means of enforcement, one can enter into long-term contracts only with people one knows, at least by reputation, or with people over whom one can exert some kind of leverage. But when one is aware that prospective trading partners will suffer if they default and one knows that the prospective partners know it, one can more confidently enter into long-term contracts with strangers. As the number of possible trading partners increases, so does the number of trades. For the New York brokers, who earned their living by trading, more trades meant more money. »

Si les avantages mentionnés ci-haut furent très importants quant au contrôle de l'accès au marché des titres par les courtiers membres du Stock and Exchange Board dans les années qui suivirent immédiatement la seconde Guerre d'Indépendance, ceux-ci furent encore plus marqués durant la période dite du *canal mania* (Sobel, 1965; Banner, 1998; Roy, 1997; Mitchell, 2007). Comme l'explique Sobel (1965, p. 32) « canal building and operations were to be the glamour industries of the postwar period. For a decade and a half, the entire nation appeared to go canal

crazy. Each district having two or more bodies of water seemed to want a ditch to connect them ». Au cours de cette période, le nombre de corporations qui vit le jour grâce à une charte octroyée par l'État augmenta de façon fulgurante. Ce faisant, la quantité de titres sur lesquels spéculer connut, elle aussi, un accroissement spectaculaire. Dans ce contexte, la spéculation fut considérée par de plus en plus d'individus comme une source facile et rapide de profit. Cette frénésie spéculative entourant le *canal mania* fut d'ailleurs à l'origine d'une des plus grandes bulles spéculatives de l'histoire financière moderne. Selon Sobel (1965), Roy (1997), Banner (1998) et Mitchell (2007), le *rail mania*, qui débuta au tournant des années 1830, à l'apogée du *canal mania*, ne fit qu'accentuer cette « orgie spéculative » (Sobel, 1965).

Cet engouement pour la spéculation fut très rentable pour les membres du Club. En effet, que ce soit en vue de spéculer sur les actions des corporations érigeant des canaux ou de celles construisant des chemins de fer, c'est en ayant recours aux services d'un courtier que ces spéculateurs parvenaient à accéder au marché des titres et à empocher de tels gains spéculatifs. Si beaucoup de transactions s'effectuaient alors dans la rue, c'est généralement vers les courtiers du New York Stock and Exchange Board que les spéculateurs choisissaient de se tourner, et ce, en raison des avantages que leur conféraient les règles mentionnées ci-haut. Cette popularité se traduisit dès lors autant par l'augmentation des frais devant être déboursés annuellement par les courtiers adhérant au club que par la multiplication du nombre de membres. Pour preuve, nous dit Banner (1998, p 116), « in 1820, membership was up to 39. By 1836, the board reported that it "consists of about fifty persons". Membership was up to 75 by 1848 ». En ce qui a trait aux frais d'adhésion, poursuit-il (p. 116), « the amount would increase to \$150 by 1833 and \$400 by 1848, equivalent to several thousand dollars in the late twentieth century ». Étant de plus en plus sollicités, les courtiers du New York Stock and Exchange Board abandonnèrent rapidement la grande majorité de leurs activités commerciales connexes pour se

concentrer sur la spéculation pour leur propre compte et sur leurs activités d'intermédiaires financiers (Sobel, 1965). Comme nous allons le voir à l'instant, le *commercial goodwill* que la Bourse New York avait acquis en vertu de sa structure réglementaire ne tarda pas à être reconnu par la Cour.

3.3.4 La reconnaissance juridique du *commercial goodwill* de la Bourse de New York et la consolidation de son contrôle sur l'accès au marché des titres

À ce moment précis où la plupart des courtiers entreprirent de faire de leur métier d'intermédiaire une véritable industrie, on vit non seulement apparaître les premières grandes firmes de courtage, mais on assista également à la reconnaissance juridique du *commercial goodwill* de la Bourse de New York. En effet, en 1836, la décision suivante fut rendue par la Cour de New York (citée dans Banner, 1998, p. 118) : « the courts of justice in the city of New York have, uniformly, since the establishment of the board, taken them as the highest evidence of the prices of stocks ». Cette décision fut très importante pour la Bourse de New York. En effet, elle lui conféra la notoriété nécessaire afin qu'elle puisse renforcer encore davantage son *commercial goodwill*, et ce, de deux manières différentes : par la mise en place d'une procédure formelle de sélection des titres et par le lobbying.

D'abord, la notoriété qu'obtint la Bourse de New York suite à cette décision juridique permit à cette dernière de mettre en place un processus formel de sélection des titres et, ce faisant, d'imposer un ensemble de conditions aux entreprises désirant être cotées en bourse (Banner; 1998, Sobel, 1965; Michie, 1986). Selon Sobel (1965) et Banner (1998), cette décision fut prise suite à l'importante vague de manipulation qui accompagna le *rail mania*. En effet, suite à cette série de fraudes qui fut à l'origine de maintes faillites, le New York Stock and Exchange Board entreprit de formaliser sa procédure de sélection des titres qui, existant déjà de façon informelle,

était par ailleurs plus ou moins respectée. Ainsi, dès 1856, explique Banner (1998, p. 127),

« The board adopted a formal mechanism for adding stocks to the trading list. Corporations wishing to have their shares called at the board were required to apply to the board, a procedure that required them to submit a “full statement of the capital, the number of shares, resources, etc., certified to” by a representative of the corporation. The board then appointed an ad hoc committee to determine whether the application should be accepted. »

Moyennant des frais d'introduction en bourse et, par la suite, des frais mensuels de cotation, seules les entreprises bien établies et possédant une énorme capitalisation pouvaient être listées à la Bourse de New York. Pour preuve, nous dit Michie (1986), en 1914, alors que le capital moyen d'une entreprise cotée à la Bourse de Londres s'élevait à 1.03 million de dollars, celui d'une corporation listée à la Bourse de New York s'élevait pour sa part à 24.7 millions de dollars. Selon l'auteur, ce sont ces conditions qui, entre autres choses, conduisirent à la formation de corporations géantes et aux mouvements de fusions et acquisitions. C'est ce qu'il explique dans le passage suivant (1986, p. 186), où il compare la Bourse de Londres avec celle de New York :

« [S]ince only heavily capitalized and well-established corporations could get a listing for their securities on the New York Exchange, while much smaller concerns could get one on the London Exchange, there was a far greater incentive given to the creation of large corporations in the United States than in Britain. There was everywhere, of course, a movement towards a growing scale of enterprise in business. But real causes could not account for the size of firms created, especially considering that many mergers involved nothing more than a loose grouping of independent units, with no benefit from economies of scale. A quotation enhanced the value of a company and allowed it to gain additional and cheaper sources of capital, enabling it to absorb other lesser known enterprises by swapping its more valuable quoted securities for the less valuable unquoted stock. In Britain the differential to be obtained through amalgamation, by swapping one type of quoted security for another, was much smaller. The merger movement in Britain was neither so widespread nor on the same scale as the United States. In 1905, for example, the average capitalization of the fifty largest British companies was only 4.4 million while the equivalent figure in the United States was \$79.5 million. »

Par l'entremise d'une telle procédure, la Bourse de New York parvint ainsi à accroître encore davantage son *commercial goodwill* et, ce faisant, à renforcer sa mainmise sur

l'accès au marché des titres. En effet, en acceptant que les entreprises bien établies et possédant une importante capitalisation, le New York Stock and Exchange Board s'assurait ainsi de la qualité et de la rentabilité des titres qui y étaient cotés. Offrant des actifs très peu risqués, soit des titres communément appelés « *blue chips* », les courtiers du club parvinrent donc à attirer un nombre toujours plus grand de spéculateurs prêts à leur verser une partie de leurs fonds sous forme de commission.

En raison de cette *working rule* discriminant le type d'entreprise pouvant être coté au New York Stock and Exchange Board, les titres des corporations n'étant pas parvenues à se qualifier se mirent par ailleurs à être massivement négociés sur le trottoir, et l'on vit dès lors se multiplier des organisations boursières parallèles plus ou moins réglementées où les *curbstone brokers* se rendaient pour échanger cesdits titres. Comme l'explique Welles (1975, p. 11), après 1856, « the Curb specialized in small issues considered too speculative by the well-bred gentleman of the Exchange, who sported silk hat and swallowtail coats during business hours ». Si, *a priori*, cette apparente décentralisation des transactions semble indiquer que les membres du Stock and Exchange Board perdirent alors leur contrôle sur le marché des titres, il n'en est rien : dans les faits, non seulement ces nouvelles organisations étaient pour la plupart occupées par les courtiers du Club, mais elles devinrent également le banc d'essai des corporations et des courtiers désirant intégrer le New York Stock and Exchange Board (Welles, 1975; Sobel, 1965, 1977, 1975). Pour reprendre les termes de Sobel (1977, p. 33), « the senior market knew that the curb was a useful place to keep unwanted men and stock until both were ready for the [Exchange], and until then would share in its profits but not the risks ». Welles (1975, p. 11) va encore plus loin dans son explication. Comme il l'indique dans le passage suivant :

« [A] kind of symbiotic relationship between the two markets evolved. In an arrangement which persists to this day, a new and untested issue would be first trade on the Curb; when it became seasoned, it would move to the more prestigious senior exchange, whereupon the Curb would stop trading it. Even after the Curb constructed its own building and became the American Stock Exchange, it remained subservient to the larger exchange. Indeed, the Amex is not so much a separate organization as a subsidiary of the NYSE. Some 90 percent of its members also belong to the NYSE. »³⁰

Or, la notoriété que la décision légale mentionnée plus haut conféra à la Bourse de New York ne permit pas seulement à cette organisation d'instituer une procédure stricte de sélection des titres : elle lui permit également de se lancer dans d'importantes campagnes de lobbying (Banner, 1998; Welles, 1975; Sobel, 1965, 1977). Dans le contexte hautement spéculatif de l'époque, ces campagnes avaient alors deux grandes finalités : augmenter son *commercial goodwill* en construisant une image positive de la spéculation et contrecarrer toute législation pouvant porter préjudice aux activités accomplies au New York Stock and Exchange Board. Pour reprendre les termes de Welles (1975, p. 12), « the New York Stock Exchange could never have retained its monopoly without the sanction of the government, specifically government acceptance of the principle of "self-regulation" ».

Il existe plusieurs cas historiques témoignant de cette lutte des membres contre les législations leur causant préjudice. En 1834, par exemple, le New York Stock and Exchange Board mit en place un comité destiné exclusivement à contrecarrer un projet de loi visant à encadrer, voire à interdire, les activités de courtage. Dans le passage suivant, Banner (1998, p. 129) explique bien cet épisode :

³⁰ Il importe de mentionner que Welles écrit en 1975 et que, depuis lors, les rapports entre l'Amex et la Bourse de New York se sont considérablement transformés. Nous nous intéresserons à ces transformations dans le chapitre suivant.

« [W]hen a legislative committee published a report recommending a bill “to correct and lessen, if not to remove entirely the manifest evils of stock-jobbing,” the board sprang into action. The assembly committee cited the familiar complaints about brokers—they “mislead and deceive their employers to a fearful and dangerous degree” by misrepresenting the true value of stock; they “frequently, by a combination of a few of their number, raise or depress the prices of the different stocks as may best suit their individual interests”; and they are animated by “a spirit of gambling which is carried to an alarming extent”—in short, the securities market was characterized by “great and palpable evils” that did not attend markets in older forms of property. The board promptly responded by inviting Henry Hone, the legislation’s leading proponent in the assembly, to sit in on a meeting of the board, to watch business being conducted, and to examine the minutes of board meetings, in the hope that Hone would change his views. The board’s minutes do not indicate that Hone ever accepted the invitation or what sort of meeting took place if he did, but the bill conceived by Hone appears to have progressed no farther in the assembly. »

De façon générale, c’est grâce aux frais d’adhésion imposés aux courtiers et aux frais chargés aux corporations cotées que l’organisation parvenait à se lancer dans de telles entreprises de lobbying. En raison du montant pouvant y être investi et de la notoriété qu’avait acquise le Board aux yeux du gouvernement, ces campagnes s’avéraient presque toujours fructueuses.

Ainsi, comme nous avons pu le constater, c’est grâce aux *working rules* dont elle s’était dotée que la Bourse de New York parvint à augmenter son *commercial goodwill* et à multiplier ses opportunités de profits. En effet, en leur conférant un avantage concurrentiel juridiquement reconnu, ces règles leur permirent en effet d’attirer toujours plus de spéculateurs prêts à leur verser une redevance sous forme de commission. Pour Banner (1998, p. 113), « the origin and the early growth of the New York Stock Exchange can be attributed in large part to the brokers’ success in regulating themselves, a success that enabled them to [...] capture wealth from non-members ». Ainsi, grâce à la constitution de 1817 et aux quelques amendements qui s’en suivirent, les courtiers du Club parvinrent à régner en maître sur le marché des titres. Or, avec la guerre de Sécession, ce marché se transforma radicalement et la Bourse de New York adopta un processus de négociation qui, fondé sur la présence d’une nouvelle catégorie d’intermédiaires nommés « spécialistes », lui permit

d'accroître son *industrial goodwill* et, ce faisant, de multiplier encore davantage ses opportunités de profits.

3.4 La guerre civile et l'apparition des spécialistes à la Bourse de New York

3.4.1 L'augmentation des besoins de financement et l'émergence des banques d'investissement

La guerre de Sécession transforma radicalement le marché des titres. Débutant le 12 avril 1861, ce conflit eut des effets désastreux sur l'économie du Nord des États-Unis au cours de cette même année. En effet, nous dit Sobel (1965, p. 67),

« Southern merchants owned their northern counterparts almost \$300 million; nearly all of this was a total loss. Approximately 6,000 northern firms with liabilities over \$5,000 each went to bankruptcy, and even more fell for less than that amount. The banking structure collapsed like a house of cards. »

Or, plutôt que d'avoir une incidence négative sur le marché des titres, le contexte économique induit par le conflit opposant le Nord et le Sud du pays eut l'effet inverse : une frénésie spéculative s'empara de Wall Street. Pour cause, le nombre d'actifs financiers sur lesquels spéculer augmenta drastiquement, et ce, grâce à l'intervention des banques d'investissement (Steadman et Easton [1905] 1969; Sobel, 1965; Roy, 1997; Mitchell, 2007).

Pour en donner une définition simple, les banques d'investissement sont des banques spécialisées dans l'émission de titres financiers. De façon plus spécifique, ces banques sont une forme d'institution qui octroie du crédit à l'État et aux entreprises et qui émet par la suite des actions et des obligations en vue d'obtenir de leur vente un montant supérieur au crédit accordé. Bien que cette forme particulière de pratique bancaire ait émergé bien avant que la guerre de Sécession n'éclate, celle-ci demeurait toutefois très marginale. En effet, les besoins de financement étant encore assez modestes, très peu de banques offraient ce genre de service et celles qui s'y adonnaient ne consacraient qu'une très faible part de leur activité à une telle

pratique (Roy, 1997; Sobel, 1965). Ainsi, avant la guerre, lorsqu'une corporation désirait lever des fonds, elle procédait généralement elle-même à l'émission de ses propres actions. Il en était de même pour les États. Bien que ces derniers aient eu la possibilité d'avoir recours aux services d'une banque à charte pour obtenir un prêt et émettre des obligations, il n'était pas rare qu'ils procèdent eux-mêmes à l'émission de leurs propres titres. C'est ce qu'explique Roy (1997, p. 124) dans le passage suivant :

« [E]arly corporations could raise capital beyond personal resources of the organizers by selling shares either directly to the public or indirectly, working through a banker [...]. Over time, some private banks became to specialize in the task of providing capital for governments and corporation securities and became known as investment banks. Up to the Civil War there were only a few investments banks and they played a minor economic role, underwriting small stock issues, marketing government bonds, and acting as private banks for the rare corporations. They were relatively unimportant compared with various other means of capitalizing relatively large-scale projects such as factoring, brokerage and lotteries. »

Or, avec la guerre civile, les besoins de financement augmentèrent bien au-delà de ce que ces moyens traditionnels permettaient de satisfaire. Selon Sobel (1965) et Roy (1997), deux facteurs permettent conjointement d'expliquer cette situation. Le premier est très simple à comprendre : afin de mener à bien leurs activités militaires, il était impératif pour les États du Nord de lever massivement des fonds. Plus complexe, le second facteur est le suivant : la nécessité pour les États du Nord de construire des infrastructures ferroviaires. En effet, en même temps que la guerre interrompit la plupart des relations économiques et financières entre le Nord et le Sud, elle renforça celles entre le Nord et l'Ouest. Ne pouvant plus importer de matières premières ni de marchandises en provenance du Sud, le Nord intensifia sa production industrielle, de même qu'il se tourna vers l'Ouest pour se procurer les matériaux bruts nécessaires à la fabrication des marchandises. Cependant, pour relier ces deux régions, de nouvelles routes et de nouveaux chemins de fer devaient être construits. Pour y parvenir, l'obtention d'une somme colossale d'argent était donc nécessaire. Or, les moyens de financement habituels s'avérèrent tout à fait inefficaces pour combler les besoins de financement des États et des entreprises de chemin de

fer. C'est donc à ce moment précis que certaines banques se spécialisèrent dans l'octroi de crédit et dans l'émission subséquente de titres financiers. De façon plus spécifique, indique Roy (1997, p. 124), « investment banking emerged as a specialized type of banking in the years around the Civil War, primarily to market railroad and government securities ».

C'est à Jay Cooke que l'on doit la diffusion de telles activités d'investissement (Sobel, 1965; Roy, 1997). En effet, c'est lui qui, grâce à l'expertise qu'il développa quelque temps avant la guerre, permit aux États du Nord et aux corporations d'obtenir les fonds nécessaires pour mener à bien leurs activités. Habité par une volonté politique de soutenir le Nord et aidé par un syndicat de banquiers mis sur pied pour les besoins de la cause, Cooke entreprit donc, à partir de 1861, de fournir du crédit aux entreprises et aux gouvernements du Nord, et, en retour, d'émettre massivement des titres et de les distribuer dans toutes les villes de la région. Selon Sobel (1965) et Roy (1997), la plus grande réussite de Cooke et de son syndicat fut à cet égard d'émettre et de distribuer au sein de la population un lot d'obligations s'élevant à plus de 500 millions de dollars en valeur nominale. Pour parvenir à distribuer ces obligations de 6 % rachetables après cinq ans et parvenant à échéance après vingt ans, Cooke et sa guilde de banquiers s'entourèrent d'une armée de vendeurs et firent appel à l'esprit patriotique du peuple. C'est ce qu'explique Sobel (1965, p. 70) dans le passage suivant :

« The group hired over 2,500 subagents, who took the "five-twenties" into almost every town and village of the Union. The syndicate appealed to patriotism: the bonds would win the war for the Union. But Cooke also pointed out that the bonds really returned more than 6 per cent, and since the interest would be paid in gold, which was then selling at a premium, the rate was closer to 8 per cent. »

Sans ces méthodes de distribution à grande échelle, l'émission massive de titres n'aurait sans doute pu être assurée.

3.4.2 Les effets de l'intervention des banques d'investissement sur le système financier

Les activités de Cooke et de son syndicat de banquiers eurent trois grands impacts sur le système financier. D'abord, elles eurent pour conséquence de transformer les banquiers passifs en agents de distribution à grande échelle (Sobel, 1965; Roy, 1997). Comme l'explique Sobel (1965, p. 70) : « in the past, the banker has been viewed as a passive agent, always ready to serve, but rarely soliciting additional business. Securities he underwrote were usually kept by the bank or sold to friends and old customers. Now Cooke revolutionized the system ». Or, cette nouveauté entraîna une autre transformation très importante du système financier : grâce aux pratiques de ces banques d'investissement, bon nombre d'individus, qui, par le passé, n'avaient jamais eu accès aux actifs financiers et n'avaient jamais même considéré utiliser leur épargne pour se procurer des obligations d'État, achetaient maintenant massivement ce type d'instrument et bien d'autres (Sobel, 1965; Roy, 1997). Pour reprendre les termes de Roy (1997, p. 131), « for the first time, large numbers of Americans, many of them with modest means, invested in securities. Public finance, at least in part, had been mildly socialized ».

Ce faisant, c'est la spéculation qui se démocratisa. En effet, à l'époque de Cooke et de son syndicat, les activités spéculatives devinrent de plus en plus répandues au sein de la population (Sobel, 1965, p. 71) :

« Women invaded the Street, looking upon the market as a giant roulette wheel. Clergyman, generally from Brooklyn, would inveigh against speculators on Sundays, but on Mondays could be found on the Street, betting their salaries on a rise in Erie or a Union victory. »

Comme les spéculateurs devaient avoir recours aux services d'un intermédiaire pour se procurer des titres, les courtiers de Wall Street empochèrent d'énormes profits au cours de cette période. Pour preuve, en 1863, ils touchaient en moyenne 3000 dollars

par semaine sous forme de commissions (Sobel, 1965)³¹. Si les pratiques des banques d'investissement participèrent à l'augmentation fulgurante de la spéculation et, ce faisant, à l'accroissement des commissions des courtiers, deux autres facteurs contribuèrent également à l'intensification des activités spéculatives et à l'enrichissement des intermédiaires : l'achat sur marge et le recours à l'option (Medbery, 1870; Sobel, 1965; 1977; Galbraith, 1961).

Bien que l'achat sur marge fût utilisé avant la guerre de Sécession, il faut néanmoins savoir que c'est au moment où les titres se mirent à être achetés et vendus par une portion plus large de la population que cette pratique financière devint un phénomène courant. En effet, c'est à cette époque que la plupart des spéculateurs en vinrent à acheter leurs titres à crédit. Cela veut dire que, plutôt que de payer la totalité du montant correspondant à leur achat, ceux-ci ne versaient désormais qu'une portion de la somme à leur courtier et utilisaient les titres nouvellement acquis comme collatéral afin que ce dernier leur avance le reste du montant requis. Selon Sobel (1965, p. 71), « the effect of margin selling was to increase the amount of capital available for speculation, and at the same time draw money to Wall Street, making it scarce elsewhere in the nation ».

Or, en plus d'attirer encore plus de clients et, ce faisant, d'augmenter encore davantage leurs profits sous forme de commissions, l'achat sur marge était en elle-même une pratique très lucrative pour les courtiers, et ce, pour la simple raison qu'ils parvenaient à en retirer des gains importants sous forme d'intérêt. Dans le passage suivant, Sobel (1977, p. 35-37) explique bien en quoi cette pratique s'avérait des plus avantageuse pour les intermédiaires de Wall Street :

³¹ Par comparaison, en 2012, aux États-Unis, le revenu hebdomadaire moyen par habitant n'était que de 1045 \$ (Banque Mondiale, 2012).

« [S]uppose a client contacted his broker and placed an order for 100 shares in Weston Union, currently quoted at around 50 [...]. The commission on purchase was small – one-eighth of one percent of stock's par value. Since par for Western Union was 100, the commission was figured on \$10,000, and not \$5,000, and would have come to \$ 12.50. But the interest charged on the broker's loan would be much higher, depending upon the going price of the money in the city. A thirty-day loan at 7 percent would come to \$57.87, and the brokers would charge a fee for obtaining the loan - \$50 was customary. »

Notons toutefois que, si les courtiers pouvaient avancer eux-mêmes le montant nécessaire à une transaction, ils faisaient néanmoins souvent affaire à une banque pour obtenir les fonds. Lorsque tel était le cas, ils empochaient tout de même un gain, puisque le taux d'intérêt auquel ils prêtaient à leurs clients était toujours supérieur à celui auquel ils empruntaient eux-mêmes à la banque. L'achat sur marge était si avantageux d'un point de vue spéculatif qu'il n'était pas rare que les courtiers contractent eux-mêmes ce type de prêt pour spéculer pour leur propre compte. Il va sans dire que, devant les gains que l'achat sur marge leur permettait d'empocher, très peu de firmes de courtage se résignèrent à n'offrir qu'un seul service d'intermédiaire. Dans les faits, « most loaned money, speculated for their own account and entered into pools with their clients » (Sobel, 1977, p. 37).

L'autre phénomène qui participa à l'intensification de la spéculation et à l'augmentation du profit des courtiers fut le recours à l'option. Pour en donner une explication simple, une option est un contrat qui, avant échéance, donne à son détenteur le droit d'acheter ou de vendre un nombre spécifique de titres, à un prix déterminé. Si ce type de contrat peut être utilisé pour se protéger de certains risques financiers liés à la possession d'un actif, il n'en demeure pas moins que, de façon générale, il est employé à des fins spéculatives. Plus spécifiquement, il agit en tant que levier pour minimiser la mise de fonds initiale et ainsi décupler les gains obtenus sur la base de la spéculation. À l'époque de la guerre civile aux États-Unis, il en était de même. En effet, constatant les possibilités offertes par les options, les courtiers de Wall Street se mirent à produire eux-mêmes ce type de contrats. Ces derniers étaient

très avantageux pour eux : non seulement ils pouvaient empocher un profit sur leur vente, mais, grâce à eux, ils pouvaient également spéculer pour leur propre compte ou pour le compte de tiers sans entrer dans une véritable transaction. Reprenant l'exemple précédent, Sobel (1977, p. 38) explique bien les avantages conférés par l'option :

« The purchaser of Western Union, for example, may have bought a "call" for 100 shares at 55 which ran for six months, for which he would have paid around \$200 – and would not have to concern himself with broker's loans, interest charges, or commission. Should the stock's price rise to 57, he would break even. At 59, he would have double his money. Should the buyer exercise his option, the broker would have to deliver the shares from its inventory, or go to the market and purchase them. »

Notons par ailleurs que cet avantage possédait également son pendant négatif : selon l'état du marché, l'effet de levier conféré par l'option pouvait rapidement se transformer en effet de massue. Dès lors, ce n'était plus les gains qui se trouvaient multipliés, mais bien les pertes (Sobel, 1977). Cela dit, en dépit des risques, la vente et le recours aux options demeuraient néanmoins des pratiques très utilisées par les courtiers : « they were gamblers in a gambling context » (Sobel, 1977, p. 38). Or, comme nous allons le voir à l'instant, la Bourse de New York fut incapable de répondre à cette frénésie spéculative.

3.4.2 L'incapacité de la Bourse de New York à répondre à la nouvelle réalité du marché des titres et l'émergence d'organisations boursières concurrentes

En dépit de cette augmentation importante des activités spéculatives à Wall Street, le nombre de transactions effectuées au New York Stock and Exchange Board demeura relativement faible comparé à la quantité de transactions accomplies dans la rue. Selon Sobel (1965), trois raisons permettent d'expliquer plus particulièrement cette situation. La première est liée au caractère trop contraignant des *working rules* liées à l'introduction en bourse des corporations au New York Stock and Exchange Board. En effet, en vertu des règles portant sur les entreprises désirant être cotées

dont les courtiers du club s'étaient dotés quelques années auparavant, la plupart des corporations émergentes, soit celles œuvrant dans de nouveaux secteurs florissants de l'économie – comme l'exploitation des mines d'or ou du pétrole – se firent refuser l'entrée au New York Stock and Exchange Board. Ce faisant, c'est donc dans la rue que devaient se rendre les individus désirant spéculer sur les actions de ces dites corporations.

Les deux autres raisons concernent l'inefficacité du *going plant* de l'organisation. D'un côté, l'aménagement du processus de négociation sous forme d'enchères qui prévalait au New York Stock and Exchange Board se révéla inadéquat en cette période d'effervescence spéculative. En effet, « since brokers there dealt in one stock at the time, and since demand for continuous trading – which the governor [of the Exchange] did not heed – speculators would go elsewhere to buy and sell after their stocks had been called » (Sobel, 1965, p. 72). De l'autre, la guerre de Sécession conduisit à une complexification des marchés financiers. En effet, non seulement la quantité d'actifs financiers sur lesquels spéculer augmenta drastiquement, mais le nombre de catégories différentes de titres se multiplia. Ce faisant, il devint presque impossible pour les courtiers d'œuvrer, tels des hommes-orchestres, sur l'ensemble des titres en circulation. Pour reprendre les termes de Sobel (1965, p. 72),

« Prior to the war, the Wall streeter was a generalist, which is to say he would speculate in many securities in the hope of making profits [...]. Now, no single broker could expect to be informed as the condition of shares in petroleum, rails, canals, bonds, gold, foreign issues, and the like, especially when high-speed transmission of information and the fluid conditions at the front lines made quick decision necessary. »

Ainsi, parce que le nombre d'actifs et de catégories d'actifs augmenta considérablement et que les marchés financiers se complexifièrent, il devint dès lors impératif pour les intermédiaires voulant continuer à attirer des spéculateurs de développer de nouvelles compétences et de se spécialiser dans un seul type de titres. Si, par nécessité concurrentielle, les *curbstones brokers* entamèrent un tel processus

de spécialisation, il n'en fut pas de même pour les courtiers du club : refusant aux entreprises émergentes d'être cotées au New York Stock and Exchange Board et n'œuvrant par conséquent que sur un ensemble restreint et bien défini de titres, les courtiers du club demeurèrent pour leur part généralistes et, ce faisant, complètement inadaptés au nouveau contexte. Ils perdirent alors les nouveaux clients potentiels au bénéfice des intermédiaires de la rue qui, eux, surent augmenter leur *commercial goodwill* en se spécialisant.

En vertu de ce manque de volonté du New York Stock and Exchange Board d'adapter ses *working rules* à la nouvelle réalité et, ce faisant, de son insuffisance à absorber les nouvelles activités spéculatives, des bourses spécialisées virent le jour, par exemple le Mining Exchange en 1863 et le Petroleum Board en 1865. Parmi ces dernières, celle qui devint véritablement menaçante pour la Bourse de New York fut sans aucun doute l'Open Board of Stock Brokers. Pour preuve, au milieu de l'année 1865, cette dernière affichait un volume de transactions dix fois supérieur à celui du New York Stock and Exchange Board (Sobel, 1965). Constituée pour l'essentiel des courtiers n'ayant pas été admis au Club (Sobel, 1977), cette place de négociation adverse parvint à s'imposer grâce au *commercial goodwill* que lui octroyaient certaines de ses *working rules*, mais, aussi, grâce à l'*industrial goodwill* que lui conférait son *going plant*, soit son mode particulier d'organisation des transactions (Sobel, 1965, 1977; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992; Stone, 1975). Les *working rules* à l'origine du *commercial goodwill* de l'Open Board concernaient d'abord le processus d'adhésion des nouveaux membres. Ce processus était en fait radicalement différent de celui qui prévalait à la Bourse de New York. En effet, contrairement à la Bourse de New York, où les membres, triés sur le volet, devaient payer des frais d'adhésion très importants, n'importe qui pouvait être admis à l'Open Board moyennant des frais minimes de 50 \$, et aucun frais plancher de commission n'était fixé par avance. Cette procédure était très avantageuse pour les spéculateurs : comme les frais d'adhésion étaient très bas, un grand nombre de courtiers furent par

conséquent admis à l'Open Bord. N'étant pas contraints de charger des frais de commission fixes, ces courtiers pouvaient alors se faire compétition entre eux en abaissant sans cesse le pourcentage de la ponction exercée sur chaque transaction, et ce, au plus grand bonheur de leurs clients. Les *working rules* à l'origine du *commercial goodwill* de l'Open Board concernaient également son processus d'introduction en bourse. En vertu des règles adoptées par l'organisation, il n'y avait aucune condition à remplir pour les corporations désirant y être cotées. Partant, les titres de corporations louches et/ou possédant une faible capitalisation pouvaient y être négociés. Ce faisant, lorsqu'un spéculateur souhaitait miser sur les actions de ce type particulier d'entreprise, c'est à un courtier de l'Open Board qu'il se référait.

Notons par ailleurs que c'est essentiellement en vertu de l'*industrial goodwill* obtenu grâce à son mode particulier d'organisation des transactions que l'Open Board parvint à s'imposer. Deux particularités de ce mode d'organisation sont à noter. D'abord, plutôt que de n'avoir lieu que deux fois dans la journée, les transactions se déroulaient de façon continue de 8 h 30 jusqu'à 17 h, et ce, du lundi au samedi. Ce faisant, les courtiers pouvaient effectuer des transactions pour leur propre compte ou pour le compte de tiers pendant toute la journée. Ensuite, cette place de négociation n'utilisait pas un système d'enchères, comme c'était le cas au New York Stock and Exchange Board, mais avait plutôt recours à un système dit de spécialistes. En effet, plutôt que d'avoir recours à un commissaire-priseur pour conclure une transaction, les courtiers se rencontraient sur le parquet et échangeaient soit directement entre eux, soit avec un individu particulier nommé spécialiste, lequel, ayant concentré ses activités sur un type de titres en particulier, n'effectuait des transactions pour son propre compte ou pour le compte de tiers que sur cette seule catégorie d'actifs. Dans le cadre d'un tel système, chaque catégorie de titres était échangée en un endroit particulier du parquet, et ce, à n'importe quel moment de la journée.

Lorsqu'un courtier décidait d'échanger un actif particulier avec un autre courtier, nous dit Sobel (1977, p. 29), « [he would] head to where the [crowd] gathered and shout out his wishes – how many shares he wanted and the price he was willing to pay. Haggling would begin, and after a while a deal was concluded ». Lorsqu'il choisissait plutôt de transiger avec un spécialiste, il manifestait à ce dernier sa volonté d'effectuer immédiatement une transaction au prix ayant cours. Or, ces « ordres au marché » n'étaient pas le seul type d'ordre que le courtier était autorisé à donner au spécialiste. En effet, il pouvait également lui indiquer ses intentions d'acheter ou de vendre une certaine quantité de titres lorsque ceux-ci auraient atteint un certain prix. Lorsque le spécialiste recevait ces « ordres limites », il les inscrivait dans un carnet auquel lui seul avait accès, et les conservait jusqu'à ce qu'un ordre au marché correspondant lui soit donné. Permettant ainsi d'effectuer un tel type d'ordres, le système de spécialistes conférait un très grand avantage aux courtiers de l'Open Board par rapport à ceux du Club qui, pour effectuer une transaction, devaient obligatoirement assister à une enchère. En effet, comme l'expliquent Oesterle, Winslow et Anderson (1992, p. 231), « this accommodation [permitted] other brokers to carry on their business elsewhere instead of remaining at the trading post ». Grâce à sa structure organisationnelle particulière, l'Open Board parvint donc à attirer toujours plus de spéculateurs et, ce faisant, à priver les courtiers du Club d'une importante source de profits. Or, comme nous allons le voir à l'instant, dans une lutte commune contre les manipulateurs, les deux organisations en vinrent cependant à fusionner.

3.4.3 La fusion de la Bourse de New York avec l'Open Board et la transformation de son mode d'organisation du processus de négociation

À la fin des années 1860, un scandale lié à des pratiques spéculatives frauduleuses rapprocha les deux Bourses (Sobel, 1965; Banner, 1998). De façon plus spécifique, c'est la manipulation des actions de la *Erie Railroad* – titres de propriété

qui étaient négociés à la fois au New York Stock and Exchange Board et à l'Open Board – qui conduisit les deux organisations à mettre fin aux rivalités et à former une alliance. En effet, bien que la manipulation des prix était une pratique assez courante à l'époque, un groupe de spéculateurs poussa l'audace un peu plus loin en imprimant de fausses actions de la compagnie chaque fois que cela était nécessaire pour couvrir leurs ventes à découvert. Sans grande surprise, lorsque le scandale éclata au grand jour, les prix des actions de la *Erie Railroad* chutèrent drastiquement, ce qui conduisit plusieurs courtiers des deux organisations au bord de la faillite.

Si cette situation fut éprouvante pour l'Open Board et pour la Bourse de New York, elle le fut particulièrement pour la seconde. En effet, plus de la moitié des membres quittèrent le Club et, en un peu plus d'une semaine, les frais d'adhésion passèrent de 1000 \$ à 100 \$ (Sobel, 1965). Pour contrecarrer les manipulateurs et ainsi éviter qu'un scandale similaire ne se reproduise, les deux organisations décidèrent par conséquent de mettre en place certaines *working rules* communes. Ainsi, en 1868, elles instituèrent une mesure obligeant les compagnies déjà cotées à inscrire dans un registre créé à cet effet tout titre destiné à être échangé sur les deux bourses. En outre, un comité constitué de membres des deux organisations fut également formé. Celui-ci fut investi d'une mission bien précise : vérifier les informations des compagnies listées. Pour ce faire, le comité exigea que des états financiers soient produits par ces dernières. Lorsque la *Erie Railroad* refusa de se prêter à un tel exercice, nous dit Sobel (1965, p. 85), « it was stricken from both lists ». Finalement, au cours de la même année, la Bourse de New York accepta que les courtiers de l'Open Board puissent devenir membres du Club. Dès lors, poursuit l'auteur (1965, p. 86), « Open Board members, who viewed the Exchange as a gentlemen's club as well as a place of business, bid heavily for seats, and the price immediately rose to \$8,000 ».

En vertu de cette nouvelle complicité, et dans le but de concurrencer les nouvelles organisations boursières qui continuaient à faire leur apparition, les deux bourses fusionnèrent en 1869. Cette fusion apporta d'importantes transformations à la structure organisationnelle du New York Stock and Exchange Board qui, à partir de ce moment, adopta officiellement le nom de New York Stock Exchange (NYSE). D'abord, la constitution de 1817, déjà modifiée en 1856 pour y inclure une procédure de sélection des entreprises désirant être cotée, fut réformée de nouveau dans le but cette fois de prévenir la manipulation des titres des corporations déjà listées. En vertu de cette ratification, les corporations inscrites à la NYSE se firent imposer des règles de gouvernance strictes et durent par conséquent se soumettre à un processus rigide de surveillance (Sobel, 1965; Banner, 1998).

Ensuite, un comité de direction nommé Governing Committee, formé de membres élus, fut mis sur pied en vue d'assurer la bonne marche des activités de l'organisation. Si la fonction de président demeura en place, celle-ci ne devint que purement symbolique. Désormais, c'est le comité qui allait prendre les décisions finales. Selon Medbery (1870), cette situation était radicalement différente de celle qui prévalait avant la fusion avec l'Open Board. En effet, avant que la fusion ne survienne, le président n'agissait qu'en tant qu'arbitre : son pouvoir décisionnel ne s'appliquait qu'en cas de litige et pouvait à tout moment être porté en appel. Or, tel n'était plus le cas du comité de direction : dès sa mise en place, celui-ci fut investi de prérogatives beaucoup plus larges. Dans le passage suivant, Medbery (1870, p. 16) explique bien la nature particulière du nouveau pouvoir décisionnel qui fut dévolu au comité :

« [A]s before, there is a President, whose office is mainly perfunctory, and there is a treasurer of semi-annual importance ; there are two Vice-Presidents, a Secretary with his Assistant, and the Book-Keeper — all entrusted with the duties naturally incumbent upon similar officers in every organization of men, and with the special and extremely arduous work incident to the daily sessions; but the real Executive control now rests with a Governing Committee, consisting of forty members, selected from the whole body, together with the President, Secretary, and Treasurer, in their unofficial capacity. All duties of administration, of legislation, of police, devolve upon this *imperium in imperio*. Divided into classes of ten, one of which goes out each year, the Committee, like its associate officers, is subject, in a certain degree, to the will of its constituency. But beyond its right of election at the annual meeting, the Board is nearly powerless. The Governing Committee may make or unmake, suspend, expel, readmit. It may even alter the entire letter of the Constitution or By-Laws, and unless two thirds of all the members of the Association disapprove thereof within one week, the changes become final law. So full an attendance of the Board as is required by this rule is almost unexampled, and the Committee is, therefore, practically as autocratic as the Venetian Council of ten. »

En vertu du statut légal sous lequel la Bourse de New York existait depuis sa formation officielle en 1817, ce pouvoir décisionnel dont jouissait le comité en était donc un des plus absolu (Stedman et Easton [1905] 1969).

Finalement, la NYSE adopta le système de spécialistes spécifique à l'Open Board (Sobel, 1965, 1977; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). Si, pendant plus d'une décennie, le système de spécialistes côtoya le système d'enchères, le second fut par ailleurs définitivement aboli au tournant des années 1880. Comme l'explique Sobel (1977, p. 30) « [in 1882], the auctions of stocks were finally ended, and the specialist system accepted by all members ». Ce système conféra par ailleurs à ceux qui occupaient la fonction de spécialiste un lot d'avantages que les autres courtiers, eux, ne possédaient pas (Welles, 1975; Sobel, 1977; Stone, 1975; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). En effet, en vertu de leur position, ceux-ci pouvaient accomplir deux types d'activités qui, chacune à leur manière, leur permettaient d'empocher un profit sous une forme spécifique. Premièrement, comme nous l'avons indiqué plus haut, le spécialiste agissait à titre de courtier lorsqu'il recevait les ordres limites des autres intermédiaires. Lorsque tel était le cas, c'était par l'entremise d'une

commission implicite, camouflée dans une fourchette de prix, qu'il parvenait à toucher un bénéfice. Plus spécifiquement, c'était sur l'écart entre un ordre au marché et un ordre limite que le spécialiste obtenait un gain. Si, par exemple, un spécialiste exécutait un ordre au marché de vente de 100 actions à 6.75 \$, il pouvait par la suite exécuter un ordre limite d'achat de 100 actions à 7 \$. Ce faisant, il empochait dès lors un profit de 25 \$. Et comme personne d'autre que lui n'avait accès au carnet, personne ne pouvait savoir qu'elle était l'ampleur de la ponction qu'il effectuait sur les activités de courtage.

Deuxièmement, les spécialistes pouvaient également agir pour leur propre compte. Or, lorsqu'ils spéculaient en vue d'engranger des gains en leur nom, ils possédaient un avantage que les autres membres, eux, ne détenaient pas : ils avaient un accès privilégié à l'information contenue dans le carnet d'ordre. Ce faisant, ils étaient en mesure de mieux anticiper les mouvements de marché et, partant, de tirer un meilleur avantage de la spéculation. Comme l'expliquent Oesterle, Winslow et Anderson (1992, p. 231),

« At the focal point of the market in their issues, specialists [had] a unique access to the market and information. The specialists [kept] for their stock issues the "book" of unexecuted limit orders to buy at prices below and sell at prices above the current price [...]. The book [gave] the specialists a distinct competitive advantage. A specialist [had] free access to information on current and pending transactions and may have [had] an advantage over other traders by observing the changing pattern of limit orders. »

Ainsi, poursuivent les auteurs (1992, p. 232), « specialists guarded this information jealously, using it to their advantage ». En dépit de l'adoption d'un tel système, les frais d'adhésion élevés, la sélection des membres et les frais fixes de commission ne furent néanmoins jamais abolis.

La mise en place du système de spécialistes fut très décisive pour la Bourse de New York. En effet, elle permit à l'organisation d'effectuer un volume de

transactions très important. Comme l'expliquent Oesterle, Winslow et Anderson (1992, p. 239),

« The continuous auction method was an important contributor to that growth as it permitted each stock to be traded at any time and increased the efficiency of the market, which had been overloaded with increasing trading activity under the call system. Rather than gathering for each call, the brokers now assembled at a place on the floor designated for trading in a particular stock. »

Par la mise en place d'un tel système, la NYSE parvint donc à augmenter son *industrial goodwill* et, ce faisant, à multiplier ses opportunités de profits (Sobel, 1965, 1977; Stone, 1975; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). En vertu du rôle central qu'ils occupaient dans ce système qui permit à la NYSE de retrouver sa supériorité, les spécialistes en vinrent donc à être élus par leurs pairs en vue de siéger sur le *Governing Committee* (Oesterle, Winslow et Anderson, 1992).

3.5 Conclusion

Dans ce chapitre, nous nous sommes intéressés au processus de constitution historique de la Bourse de New York et de son système de spécialistes. D'abord, nous avons vu que c'est au sortir de la Guerre d'Indépendance, au moment où le nombre de titres de dette publique augmenta considérablement, que la Bourse de New York vit le jour. Par la suite, nous avons constaté que c'est lors de la Seconde guerre d'indépendance, au moment où de nouvelles bourses concurrentes firent leur apparition, que les membres de la Bourse de New York décidèrent de prendre la forme juridique d'un *boys club* et de se doter de *working rules* strictement privées leur permettant d'augmenter leur *commercial goodwill* et, partant, d'accroître leurs opportunités de profit en attirant toujours plus d'investisseurs-spéculateurs. Finalement, nous avons vu que c'est au sortir de la guerre civile, au moment où les banques d'investissements se mirent à intervenir massivement dans le financement de l'économie, qu'un groupe particulier d'intermédiaires parvenant à effectuer une ponction sur les activités de courtage et ayant un accès privilégié à l'information se

rapportant au prix des titres fit son apparition à la Bourse de New York et devint alors l'un des principaux avantages concurrentiels de l'organisation, soit la principale source de son *industrial goodwill*.

Si, dans le cadre des transformations induites par la guerre de Sécession, on vit apparaître à la NYSE ce groupe de spécialistes, la mainmise que ces individus possédaient sur les transactions accomplies sur le parquet de l'organisation demeurait cependant très limitée. En effet, à l'époque, il n'y avait aucune règle obligeant les courtiers à avoir recours au service d'un spécialiste ni aucun règlement stipulant qui pouvait et qui ne pouvait assumer cette fonction. Puisque transiger avec ces intermédiaires demeurait un choix et puisque n'importe qui pouvait s'improviser expert dans une catégorie de titres, les spécialistes jouissaient par conséquent d'un pouvoir tout aussi restreint que révocable. Or, avec le krach de 1929 et la mise en place subséquente de la Securities and Exchange Commission (SEC), les spécialistes parvinrent à consolider leur position au sein du *Governing Committee* et à mettre en place des *working rules* leur permettant de monopoliser l'ensemble des transactions accomplies par les courtiers de la NYSE. En ce sens, le prochain chapitre sera consacré à l'étude du processus historique de consolidation du pouvoir des spécialistes au sein du *Governing Committee* et à la façon dont ces derniers parvinrent à échapper au *due process of law*.

CHAPITRE IV

LA CONSOLIDATION DU POUVOIR DES SPÉCIALISTES AU SEIN DU *GOVERNING COMMITTEE* DE LA NYSE

The history of specialists offers [an] important insight: the practice of utilizing specialists on the Exchange floor arose originally by accident rather than design and survived as those who benefitted created a very special group.

Oesterler, Winslow et Anderson
« The NYSE and Its Out Moded Specialist
System »

4.1 Introduction

Dans le chapitre précédent, nous nous sommes intéressés au processus de constitution historique de la Bourse de New York et de son *going plant* particulier, soit son système de spécialistes. Nous avons finalement vu qu'en raison de l'*industrial goodwill* qu'ils conféraient à la NYSE, ces derniers parvinrent à se faire élire par leurs pairs sur le *Governing Committee*, soit l'organe de contrôle de la NYSE. Si, au moment où ils firent leur apparition à la NYSE, les spécialistes permirent à cette dernière d'augmenter considérablement l'*industrial goodwill* du *going concern* et, ce faisant, les opportunités de profits de ses membres, le pouvoir décisionnel qu'ils possédaient au sein de l'organisation demeurait cependant très limité. Or, avec la crise de 1929 et, plus précisément, avec la mise en place de la SEC et de sa politique d'autorégulation, les spécialistes en vinrent néanmoins à consolider leur position et à former ce que Welles (1975) appelle « un cartel dans un cartel », à savoir un groupe qui, possédant des intérêts particuliers et le pouvoir de les défendre, devint animé par la volonté de maintenir son propre monopole. Bien que leur pouvoir

fut par ailleurs souvent remis en cause au cours des années qui suivirent la crise, il n'en demeure pas moins que les spécialistes parvinrent toujours à le récupérer et à le renforcer, et ce, sans que la SEC n'intervienne.

Dans ce chapitre, c'est donc au processus historique de consolidation du pouvoir des spécialistes au sein du Governing Committee de la NYSE que nous allons nous intéresser. Dans un premier temps, nous nous pencherons sur la crise de 1929. Nous verrons alors qu'en vertu du principe d'autorégulation alors prôné par la SEC – l'instance de régulation mise en place par Roosevelt en vue d'encadrer les pratiques spéculatives ayant conduit à l'effondrement de l'économie –, les spécialistes parvinrent à investir massivement le Governing Committee de la NYSE et, ce faisant, à mettre en place des *working rules* leur permettant de multiplier leurs propres profits. Dans un deuxième temps, nous montrerons en quoi la Seconde Guerre mondiale participa elle aussi, bien que dans une moindre mesure, à la consolidation du pouvoir des spécialistes. Nous verrons alors qu'afin de favoriser la production militaire, Roosevelt instaura un ensemble de politiques économiques qui, ayant conduit à la déchéance de la NYSE, conduisirent les spécialistes à mettre en place de nouvelles *working rules* leur permettant d'augmenter leurs profits. Finalement, nous montrerons que le dernier phénomène ayant participé à la consolidation du pouvoir des spécialistes fut la crise inflationniste de la fin des années 1940 et l'avènement subséquent du « *people capitalism* ». Nous verrons alors que durant cette nouvelle période de frénésie spéculative, où les courtiers de Club se mirent à effectuer des transactions pour le compte de leurs clients sans passer par la NYSE, les spécialistes parvinrent à reprendre le contrôle des instances décisionnelles du *going concern* et, ce faisant, à prendre des décisions favorisant leurs propres intérêts.

4.2 La crise financière de 1929, la mise en place de la Securities and Exchange Commission et la consolidation du pouvoir décisionnel des spécialistes

4.2.1 Les transformations de l'économie et des marchés financiers états-uniens dans les années 1880

Pour bien comprendre la nature de la crise financière et économique qui conduisit à la consolidation du pouvoir des spécialistes de la NYSE au sein du Governing Committee du *going concern*, il importe de se pencher sur les transformations que l'économie et les marchés financiers états-uniens connurent à partir des années 1880. De 1873 à 1878, les États-Unis traversèrent une période de dépression économique des plus importantes de leur histoire³². Au cours de cette période, plusieurs corporations firent faillite alors que d'autres, dont plusieurs entreprises de chemin de fer, durent faire face à d'importants problèmes financiers (Roy, 1997; Sobel, 1965).

Selon Sobel (1965), cette situation ne tarda pas à se faire sentir à la NYSE, et ce, pour deux raisons. D'abord, les investisseurs étrangers qui, jusqu'alors, avaient investi massivement dans l'économie des États-Unis se mirent à bouder les titres états-uniens et, ce faisant, à liquider massivement leurs actifs. Comme l'explique l'auteur (1965, p. 104),

« Foreigners took a vacation from investment in America securities, with good reasons: between 1873 and 1879 their holdings dropped approximately \$600 million in value. By the end of the depression, it was estimated that the foreigners had lost \$251 million on rail bonds alone. »

Ensuite, les nombreux individus qui, quelques années auparavant, s'étaient mis à acheter des titres et spéculer préféraient maintenant conserver leur argent et se constituer une épargne. De ces deux facteurs, il en résultat une baisse considérable du volume de transactions accomplies à la NYSE. Au cours de cette période, plus de 287 firmes de courtage membres du *going concern* firent faillite, ce qui entraîna une baisse drastique de la valeur du siège.

³² Sur les facteurs qui ont conduit à la dépression, voir Sobel, 1965.

Or, la dépression se résorba rapidement à partir du début des années 1880, et ce, encore une fois grâce à l'intervention des banques d'investissement dans l'économie du pays (Sobel, 1965; Galbraith, 1961; Roy, 1997). Concrètement, cette intervention se fit à deux niveaux. D'abord, les banques d'investissement intervinrent massivement dans l'industrie du chemin de fer. Pour sauver l'économie, ces banques, avec à leur tête J. P. Morgan, s'engagèrent plus particulièrement dans un important processus de fusions-acquisitions³³. Par un tel processus, ces banques procédaient d'abord à des rachats massifs (et à rabais) des actions des entreprises ferroviaires en difficulté. Une fois les titres acquis, les banques formaient par la suite une nouvelle entité, puis émettaient de nouvelles actions. En effet, « chaque nouvelle fusion exigeait inévitablement des capitaux nouveaux et une nouvelle émission de titres pour la financer » (Galbraith, 1961, p. 68). Par leur intervention dans l'industrie du chemin de fer, les banques d'investissement participèrent non seulement au sauvetage de l'économie américaine, mais elles parvinrent également à renforcer sa puissance. Comme l'explique Sobel (1965, p. 104) dans le passage suivant:

« [S]ince the securities were sold to Americans at greatly reduced prices, the liquidations benefited the buyers. In effect, Europe had paid for railroads in the United States without having reaped their profits. For example, a group of English investors might have bought shares and bonds of a new railroad constructed in the postwar period. When completed, the United States had the road, and foreigners owned its securities. The stocks and bonds were then sold during 1873-1879 at a small fraction of their cost. Thus, when recovery came in the early 1880s, Americans had both the roads and its securities. »

En plus d'avoir procédé au sauvetage de l'industrie du chemin de fer, les banques d'investissement donnèrent un second souffle à l'économie américaine en lui permettant de s'engager dans ce qui est communément appelé « la seconde révolution industrielle ». De façon plus précise, c'est la combinaison de deux phénomènes qui permit à ces institutions bancaires de faire entrer les États-Unis dans cette seconde

³³ Les exercices de fusions-acquisitions étaient très lucratifs. C'est d'ailleurs à ce moment que plusieurs banques, dont JP Morgan, furent désignées comme « Robber baron ». C'est aussi à ce moment que leur rôle se consolida compte tenu notamment des profits colossaux qu'elles sont parvenues à générer.

révolution. Le premier de ces phénomènes fut la transformation du processus d'incorporation et du statut juridique de la corporation (Roy, 1997, Sobel, 1965; Bowman, 1996; L'Italien, 2012). En effet, au tournant des années 1880, les corporations devinrent des organisations privées. Cela veut dire qu'à partir de ce moment, plutôt que de relever de l'émission ponctuelle de chartes, leur existence devint tributaire d'une simple procédure administrative. Plus spécifiquement, cela veut dire que la corporation passa d'un privilège octroyé par l'État à certains individus à une option entrepreneuriale à laquelle tout un chacun pouvait dorénavant souscrire. Au cours de cette même période, une transformation radicale du statut juridique de la corporation survint également : d'entité artificielle, elle devint une personne morale (Roy, 1997; L'Italien, 2012). Selon L'Italien (2012), c'est le jugement dit de *Santa Clara* qui octroya le statut définitif de personne morale à la corporation. En effet, en statuant qu'une corporation pouvait se prévaloir des dispositions du quatorzième amendement – amendement adopté au sortir de la guerre de Sécession pour protéger les droits des Noirs nouvellement affranchis de l'esclavage –, ce jugement statua implicitement que cette forme particulière de *going concern* était une personne morale qui, au même titre qu'un individu en chair et en os, pouvait bénéficier des droits et libertés individuelles garantis par la Constitution. Ainsi, au cours des années 1880, les corporations devinrent des entités privées pouvant se prévaloir d'un recours en justice contre tout traitement menaçant leur existence ou les empêchant de jouir pleinement de leur liberté ou de leur propriété.

Le second phénomène fut la transformation de la balance commerciale induite par la dépression (Sobel, 1965). En effet, avant 1874, le pays importait beaucoup plus d'items en provenance d'Europe qu'il n'en exportait. Or, avec la dépression et la chute des prix des marchandises qui s'en suivit, cette situation bascula. Comme l'explique Sobel (1965, p. 104), « by 1874, foreigners were once more importing heavily from America, while the United States could no longer afford to purchase many European goods ». En vue de répondre à la demande européenne, les États-Unis

durent nécessairement augmenter leur force productive en favorisant notamment le développement de nouvelles entreprises.

C'est la combinaison de ces deux phénomènes qui favorisa l'intervention des banques d'investissement dans l'économie états-unienne et qui, partant, permit à cette dernière de connaître un nouveau souffle. En effet, dans la période qui suivit la dépression, où les corporations de droit privé se substituèrent aux corporations à chartes et où le besoin de créer de nouvelles industries devint de plus en plus criant afin de répondre à la demande européenne, les banques d'investissement se mirent à financer massivement la mise en place de nouvelles entreprises privées et à émettre en retour des titres de propriété. De 1887 à 1897, 86 corporations capitalisées à plus d'un million de dollars chacune furent créées par fusions-acquisitions grâce à l'intervention de ces institutions bancaires (Sobel, 1965)³⁴. Faisant ainsi entrer les États-Unis dans une seconde révolution industrielle, les banques d'investissement permirent dès lors à l'économie du pays de renaître de ses cendres.

Cette situation eut un impact majeur sur le marché des titres. En effet, en plus de sortir les États-Unis de la dépression et de conférer aux banques d'investissement un énorme pouvoir économique et financier, l'intervention massive de ces institutions bancaires dans l'économie états-unienne fit littéralement exploser le nombre de titres

³⁴ Donc il ne s'agit pas ici d'une création d'entreprises au sens propre, *ex nihilo*, mais plutôt d'une activité financière réalisée par les banques d'investissement avec des financiers-promoteurs pour tirer parti de la situation précaire de petites corporations préexistantes.

financiers, et par la même occasion, le nombre d'activités spéculatives³⁵. Pour preuve, en 1887 seulement, près de 85 millions de titres furent négociés à Wall Street, pour une valeur totale de près de 5 milliards de dollars (Sobel, 1965)³⁶.

Bien qu'un nombre très élevé de transactions fûrent exécutées dans la rue, la NYSE devint encore plus florissante au cours de cette période. Deux raisons se rapportant à son *commercial goodwill* permettent d'expliquer cette situation. D'abord, en raison de la procédure stricte de sélection des titres qui prévalaient à la NYSE, les corporations qui émergèrent à cette époque aspiraient presque toutes à y être listées. Comme l'explique Sobel (1965, p. 114), « almost all companies regarded listing at the Exchange as a sign of their having "arrived" ». En plus de contrôler la majeure partie des opportunités sur le marché des titres, la Bourse de New York devint donc, à cette époque, le baromètre permettant de mesurer la prospérité et la notoriété des entreprises.

³⁵ Notons que c'est à ce moment que la presse financière vit le jour, que les premiers indices boursiers firent leur apparition et que les premières analyses financières tentant de rationaliser l'exubérance » émergèrent. En fait, c'est à Charles Dow et Edward Jones que l'on doit toutes ces nouveautés. En effet, au cours des années 1880, ceux-ci fondèrent une compagnie qu'ils nommèrent Dow Jones and & Co. et entreprirent de publier sur une base régulière une infolettre nommée The Journal dans laquelle ils avaient l'habitude d'indiquer les prix de fermeture à la NYSE, les nouvelles financières de l'Europe et les rumeurs ayant cours à Wall Street. Fasciné par le mouvement des prix à la NYSE, Dow devint bientôt convaincu que ces derniers fluctuaient selon trois tendances: « the first is the narrow movements from day to day, the second is the short swing, running from two weeks to a month or more; the third is the main movement covering at least four years in duration » (Dow, cité dans Sobel, 1977, p. 119). Afin de mesurer ces mouvements, Dow créa un indice de prix, lequel se voulait le prix moyen des douze titres les plus populaires à la NYSE. Publié pour la première fois en 1889, dans le premier numéro de l'année du Journal, cet indice devint très rapidement une référence parmi l'élite financière de Wall Street. En outre, il donna naissance à un type d'analyse financière particulier, soit l'analyse dite technique ou chartiste. Devant la popularité de l'indice, l'infolettre dans laquelle il était publié devint bientôt le Wall Street Journal, « [which became] to Wall Street news what the Catholic Church is to Christianity » (Sobel, 1977, p. 118).

³⁶ Un autre facteur qui permit l'émission massive de titres fut l'usurpation des banques et des compagnies d'assurances par les banques d'investissement. En effet, considérant que les marchés financiers organisés s'avéraient souvent inefficaces à écouler les titres nouvellement émis, les banques d'investissement s'engagèrent dans l'acquisition de banques et de compagnies d'assurances afin de les obliger à acheter les actifs émis ne parvenant pas à être avalés par le marché. Comme l'explique Sobel (1965, p. 182), « if an investment banker could gain control of a large bank of insurance company, he could sell his undigested securities and maintain à market for other offerings as well ».

Ensuite, contrairement au mécanisme de négociation plus ou moins bancal que l'on retrouvait dans la rue, le système de spécialistes propre à la NYSE était le seul parvenant à absorber un si grand volume de transactions (Stone, 1975; Sobel, 1977; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). Grâce à son *going plant* particulier et à l'*industrial goodwill* qui en découlait, la NYSE parvint donc à augmenter son *commercial goodwill* à dominer l'ensemble des marchés financiers nationaux et internationaux. Plus particulièrement, c'est elle qui en vint à déterminer les prix de référence des actifs. Ainsi, lorsque les autres bourses nationales ou internationales et les marchés over-the-counter (OTC) décidaient eux aussi de transiger sur les mêmes titres que ceux qui étaient négociés à la NYSE, ils étaient obligés de se référer aux prix établis par les spécialistes. Par l'entremise de son *going plant* particulier, soit de système de spécialistes, la NYSE parvint donc à asseoir sa supériorité et à dominer le nouveau type de marché financier qui vit le jour dans la période post-dépression. Pour répondre à l'achalandage, la NYSE dut faire construire un nouveau bâtiment³⁷. Inauguré en 1903, celui-ci représente encore aujourd'hui le symbole de Wall Street.

En vertu du *commercial goodwill* dont elle jouissait et du volume de transactions qu'elle accueillait, la NYSE en vint à refuser les clients désirant acheter de petits lots de titres. En effet, « it was felt that the commissions were not worth the broker's trouble » (Sobel, 1965, p. 131). Afin de répondre à la demande de ces petits spéculateurs, le Consolidated Stock Exchange – qui devint plus tard l'American Stock Exchange (AMEX), soit la deuxième plus grande bourse réglementée des États-Unis –, émergea en 1886 de la fusion de quatre plus petites organisations

³⁷ Situé au coin de Wall Street et de Broad Street, ce bâtiment soutenu par six énormes colonnes corinthiennes affiche un ornement lourd de signification selon Sobel (1977). En effet, six personnages représentant chacun des aspects de l'agriculture, de l'exploitation minière, de la force motrice et de l'ingénierie y sont sculptés. Au milieu, on y retrouve une figure féminine mythique qui, représentant l'abondance, est aussi le symbole de l'intégrité. Un mâle est sculpté à sa gauche, et un autre l'est à sa droite : ceux-ci reçoivent des notes des six premiers personnages et les tendent à la déesse Intégrité. « Integrity, the just government of transactions, rules the NYSE, said a man in 1903, and, as a result, all good things flow to her » (Sobel, 1977). On ne peut par conséquent s'empêcher de voir là une métaphore puissante de la logique boursière.

boursières. En dépit de la formation de cette bourse, la NYSE demeura néanmoins l'organisation boursière la plus puissante du pays et, pour encore plusieurs décennies à venir, ne fut plus jamais contestée (Welles, 1975; Banner, 1998; Michie, 1986; Sobel, 1965, 1977; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992; Galbraith, 1961). Comme l'explique Sobel (1965, p. 114), « the Street was a gay place during the post-depression years. At his heart was the New York Stock Exchange, never again to be challenged by a rival organization ». Comme nous allons le voir à l'instant, c'est ce nouveau contexte économique et financier sur lequel nous venons de nous pencher qui servit de terreau à la bulle spéculative des années 1920.

4.2.2 Les origines de la bulle spéculative des années 1920

Jusqu'en 1929, ce nouvel engouement pour la spéculation, insufflé par l'intervention des banques d'investissement dans l'économie, n'alla qu'en augmentant. Plusieurs phénomènes furent à l'origine de cette frénésie spéculative qui, très rapidement, se transforma en la plus grosse bulle de l'histoire financière moderne. Le premier phénomène ayant participé à la formation de la bulle fut l'augmentation du nombre de corporations et l'accroissement de leur indépendance financière (Sobel, 1965; Galbraith, 1961; Roy, 1997; Mitchell, 2007). En effet, jusqu'à ce que la crise de 1929 n'éclate, le processus de création de nouvelles corporations n'alla qu'en s'accéléralant. Qui plus est, celles qui avaient vu le jour au sortir de la dépression parvinrent à se développer au point de ne plus avoir besoin des banques d'investissement pour assurer leur expansion. La Première Guerre mondiale participa tout spécialement à ce double processus de création et de consolidation de ce type particulier de *going concern*. En effet, en plus d'avoir conduit à l'émission de nouvelles obligations d'État, elle entraîna une augmentation considérable de la production industrielle. Afin de répondre à la demande en armement, mais aussi, aux besoins de première nécessité d'une Europe industriellement ravagée par le conflit, un nombre formidable de nouvelles corporations fut créé. Grâce à leur prospérité, les

entreprises états-uniennes parvinrent également à dégager d'important surplus³⁸ et, ce faisant, à se financer elles-mêmes, sans avoir nécessairement recours aux banques d'investissement. N'étant plus sous l'emprise des banques d'investissement, ou encore n'ayant plus à avoir recours à l'émission de nouvelles actions pour se financer, elles purent désormais limiter le nombre d'actionnaires et, ce faisant, s'engager dans le paiement de dividendes sur une base régulière. Dans le passage suivant, Sobel (1965, p. 223) explique bien ce nouveau processus de financement interne et ses conséquences sur le versement de dividendes :

In the past, a typical corporation would pay out its surplus and, when funds were needed for expansion, float a new bond issue through an investment house. With the growth of capital surplus accounts, a good deal of financing could be accomplished internally, making bankers less necessary than they had once been.

Augmentant le *commercial goodwill* des corporations, cette situation stimula considérablement la spéculation sur les titres de propriété (Sobel, 1965). En effet, bien que la spéculation sur les actions de corporations privées débuta au sortir de la dépression des années 1870, il n'en demeure pas moins que cette catégorie d'actif n'était pas encore très populaire parmi les spéculateurs, et ce, en raison justement du manque d'indépendance financière de ces nouvelles entreprises et de l'incertitude corollaire entourant la distribution de dividendes. Or, maintenant que les dividendes étaient payés sur une base régulière, les individus devinrent de plus en plus intéressés par les titres de telles entreprises. Pour preuve, en 1929, plus de 15 millions d'Américains, soit près de 15 % de la population états-unienne, détenaient des actions de corporations et spéculaient sur la hausse de leur prix (Sobel, 1965). Considérant que la plupart de ces actionnaires étaient des chefs de famille de quatre ou cinq personnes, c'est par conséquent entre 45 et 75 millions d'individus qui, à l'époque, étaient concernés par la spéculation (Sparling, cité dans Sobel, 1965, p. 252).

³⁸ Notons qu'au niveau interne, le processus de rationalisation de la production (Baran et Sweezy, 1966) de même que la mise en place d'une nouvelle forme de comptabilité (Johnson et Kaplan, 1991), participèrent également à l'augmentation des surplus dégagés par les corporations.

Le deuxième facteur qui participa à la formation de la bulle spéculative fut la mise en place de sociétés de holding (Sobel, 1965; Roy, 1997; Galbraith, 1961; Mitchell, 2007). Pour en donner une définition simple, ces sociétés sont des *going concerns* particuliers dont la raison d'être est de posséder les actions d'autres *going concerns*. L'existence de ces sociétés découle directement de la reconnaissance juridique de la corporation en tant que personne morale. En effet, en vertu de cette reconnaissance juridique, un droit déterminant fut accordé aux corporations : celui de posséder des actions et, partant, de vendre et d'acheter en leur nom propre des titres sur les marchés financiers (Roy, 1997; Mitchell, 2007). Historiquement, c'est l'État du New Jersey qui, par l'entremise du *Holding company act* de 1889, fut le premier à autoriser les corporations à devenir elles-mêmes des actionnaires. Comme l'explique Mitchell (2007, p. 43),

« The 1889 holding company act allowed corporations, “of this state, or any other state, doing business in this state *and authorized by law to own and hold shares of stocks and bonds of corporations of other states* [emphasis added]” to do so, and to do so “with all the rights, powers and privileges of individual owners of shares”. En 1896, les corporations obtinrent également le droit de prendre part aux décisions de ces dites entreprises. »

En effet, explique Mitchell (2007, p. 43), en vertu d'un ajout apporté au *Holding company act*,

« “Any corporation” created under the New Jersey corporation act could own stocks in corporations of any state [...]. The legislature specifically [...] allowed a corporation, “while owner of such stocks” to “exercise all the rights, powers, and privileges of ownership, including the right to vote thereon”. »

En 1899, dans ce qui fut la dernière mouture de cette loi sur les *holding companies*, les corporations acquirent finalement le droit d'exister en tant que pures sociétés financières, ou encore, pour reprendre les termes de Mitchell (2007, p. 44), « [the right] to exist solely for the purpose of owning another corporation's stocks ». Au tournant du XX^e siècle, les corporations n'étaient donc plus tenues de s'engager dans une quelconque activité industrielle pour exister : que ce soit au New Jersey ou

ailleurs dans le pays, elles pouvaient désormais être mises sur pied dans un but strictement financier.

Cette *working rule* étatique fut très déterminante dans la formation de la bulle financière qui conduisit à la crise de 1929. En effet, en permettant aux corporations d'acheter les actions d'autres corporations, elle favorisa l'émission de nouvelles actions, et ce, bien souvent à des fins strictement spéculatives (Galbraith, 1961; Mitchell, 2007; Sobel, 1965; Roy, 1998). Comme l'explique Galbraith (1961, p. 69-70),

Les sociétés de holding émettaient des actions afin d'acheter des sociétés d'exploitation, et les chaînes afin de construire de nouveaux magasins et des cinémas. [I]névitablement, des promoteurs créèrent de nouvelles compagnies uniquement pour exploiter l'intérêt du public pour des industries offrant un horizon neuf et large et pour fournir des titres à vendre. [D]es sociétés furent créées qui n'offrirent jamais autre chose que des perspectives.

Selon l'auteur, l'exemple le plus flagrant de la production de titres à de seules fins strictement spéculatives fut la mise en place d'une forme particulière de sociétés de holding, soit la société d'investissement. En effet, celle-ci « ne créait pas de nouvelles entreprises, ou n'agrandissait pas les anciennes; elle s'arrangeait simplement pour que des gens puissent posséder les titres de vieilles sociétés par l'entremise de nouvelles » (Galbraith, 1961, p. 71).

Le troisième facteur qui contribua à la formation de la bulle spéculative fut l'augmentation du nombre d'achats sur marge et l'entrée des corporations sur le marché dit des « prêts à vue »³⁹ (*call money market*) (Sobel, 1965; Galbraith, 1961; Néré, 1973). En effet, si, à l'époque, bon nombre de spéculateurs achetaient des titres en utilisant une partie de leur salaire⁴⁰, la plupart d'entre eux effectuaient leurs achats

³⁹ Les prêts à vue sont une catégorie particulière de prêts sur le marché monétaire : plutôt que de devoir être remboursés à une date d'échéance déterminée, leur remboursement peut à tout moment être exigé par l'institution créditrice.

⁴⁰ À l'époque, le salaire augmenta sous l'effet du taylorisme et, plus encore, sous celui du fordisme.

sur marge. Selon Sobel (1965), c'est l'achat sur marge de titres de sociétés de holding qui représentait alors l'ultime échafaudage spéculatif. En effet, explique-t-il (1965, p. 258), « the shareowner used leverage to buy shares in a leveraged company. Which owned shares in other leveraged companies ». L'achat sur marge n'était cependant pas nouveau : comme nous l'avons vu, les spéculateurs y avaient recours depuis la fin de la guerre civile. Or, au moment où plus de 15 millions de personnes envahirent les marchés financiers, l'achat sur marge posa un sérieux problème aux courtiers : où allaient-ils trouver les fonds nécessaires pour octroyer des prêts à leurs clients? *A priori*, ce fut auprès des banques qu'ils trouvèrent ces fonds. En effet, lorsqu'un client désirait acheter des titres sur marge, les courtiers se tournaient vers une banque, lui demandaient des fonds, puis utilisaient ces derniers pour accorder un prêt au dit client. Pour accorder des fonds aux courtiers, la banque devait elle-même en obtenir au préalable auprès de la Federal Reserve Bank (FED). Jusqu'en 1928, ces prêts en cascade furent favorisés par les faibles taux d'intérêt alors instaurés par la FED en vue d'aider l'Angleterre à stabiliser ses réserves d'or. Pour donner un exemple de cette mise en abîme financière, en 1927, le taux d'intérêt institué par la FED était de 3.5 %. Ainsi, lorsqu'une banque lui empruntait des fonds, c'est à ce taux qu'elle le faisait. Par la suite, lorsque cette banque en question utilisait ces fonds pour octroyer des prêts aux courtiers, elle le faisait généralement au taux de 5 %, empochant ainsi un profit de 1.5 % sous forme d'intérêt pour chaque prêt octroyé. En raison de la forte demande d'achat sur marge, les courtiers étaient pour leur part en mesure d'imposer un taux aussi élevé que 20 % à leurs clients, faisant ainsi un énorme profit sous forme d'intérêt. Or, ce taux ne découragea jamais les spéculateurs d'acheter leurs actifs sur marge. Comme le dit Sobel (1965, p. 256), « why worry about paying 20 per cent for a loan when your stocks seemed sure of doubling within six months? ».

Or, à partir de 1928, la FED commença à s'inquiéter de la frénésie spéculative qui s'était emparée de Wall Street et, dans le but d'y mettre un terme, décida alors d'augmenter le taux directeur. Devant cette augmentation, les banques, qui voyaient

quant à elles leur marge de profit s'amointrait, diminuèrent alors le nombre de prêts octroyés aux courtiers. Loin de ralentir la spéculation, les courtiers se tournèrent alors vers une autre catégorie d'institutions pour obtenir les fonds nécessaires afin de permettre à leurs clients d'acheter sur marge : les corporations. Comment expliquer que ces dernières se soient tournées vers de telles activités de prêts? Au début des années 1920, une *working rule* particulière ayant pour but de baisser les impôts des corporations fut mise en place par le secrétaire du Trésor des États-Unis. L'idée derrière une telle action de la part du gouvernement était fort simple : permettre aux corporations d'avoir les surplus nécessaires pour améliorer leur *going plant* et créer de nouveaux emplois. Or, selon Sobel (1965) et Galbraith (1961), plutôt que de réinvestir l'argent ainsi économisé, les corporations l'utilisèrent plutôt pour octroyer des prêts aux courtiers. En effet,

« Why invest in new plants, the corporations reasoned, if the return to be gained by interring the call money market was much safer? A new plant might, at best, produce a return of 10 per cent *per annum*, while, in 1929, call money brought what seemed to be a sure 15-20 per cent. So encouraged, the corporations entered the call money market in force » (Sobel, 1965, p. 257).

Permettant donc aux courtiers d'obtenir les fonds nécessaires pour continuer à permettre les achats sur marge, l'entrée des corporations sur le marché dit des « prêts à vue » participa ainsi à la frénésie spéculative et à la formation de la bulle. À l'été 1929, les courtiers de Wall Street prêtèrent près de 400 000 000 \$ *par mois* aux spéculateurs désirant acheter leurs titres sur marge (Galbraith, 1961).

Un dernier facteur qui participa à l'effervescence spéculative fut la présence très importante de manipulateurs sur les marchés (Sobel, 1965, 1977; Seligman, 1982). De façon générale, ceux-ci parvenaient à empocher des gains considérables en provoquant une hausse du prix des actifs qu'ils avaient l'intention de revendre. De façon plus spécifique, soit ils achetaient des titres, puis les revendaient une fois qu'ils avaient fait gonfler leur prix artificiellement par une fausse rumeur, soit ils achetaient une énorme quantité d'actifs, puis les revendaient par la suite une fois qu'ils étaient

parvenus à créer un faux mouvement à la hausse. Or, qu'ils utilisassent l'une ou l'autre de ces techniques, ces manipulateurs envoyaient néanmoins un message fort aux spéculateurs : en raison de ces hausses artificielles des prix, ceux-ci en vinrent à voir les marchés financiers comme une source infaillible et intarissable de profit. Ce faisant, ils envahirent ces marchés en très grand nombre. Dans le passage suivant, Sobel (1965, p. 252) explique comment l'existence de ces manipulateurs participa à la frénésie spéculative :

« [M]any investors believed that if a block of stocks worth \$100 doubled over a year or so, the additional money had been created out of thin air, with no one the loser. It was as though a magic money machine had been invented by Wall Street and given *gratis* to the public, which felt it perfectly moral and even admirable to get something for nothing. Entranced by these notions, people entered the stock market in greater numbers and with larger amounts of money than before. »

Cette croyance en l'infailibilité du marché des titres était en outre renforcée par la publicité, puisque les promesses qui y étaient faites par les annonceurs se révélaient bien souvent tenues. En décembre 1904, par exemple, le *New York Time* (cité dans Sobel, 1965, p. 180) publia cette publicité :

« Suscribe immediately to our *Daily Message* and secure this GUARANTEED SPECIAL #29. Trade upon it heavily. We know what we are talking about. Ask no further questions. Just get our message and trade. The more you carry, the more money you will make. All of our promises have been fulfilled to the letter. »

En raison des pratiques manipulatrices et du phénomène dit de la « prophétie autoréalisatrice », ces promesses étaient dans la plupart des cas effectivement « accomplies à la lettre ». Selon Sobel (1965, p. 180) voici comment ces deux phénomènes permettaient à de telles prédictions de devenir réalité :

« [A] manipulator would sell himself stocks at increasingly higher prices. This would cost him nothing but broker's commission, and on the following day, the newspapers would print stories about how XYZ stock had risen on heavy volume. Outsiders would then be attracted to the issue, and then they would send it up in the usual manner. Another reason for the rises after these predictions was the self-fulfilling prophecy [...]: if one predicts that stocks will rise, and enough people believe in and act on the prediction, their purchase will cause the rise to occur. »

C'est donc la combinaison des quatre phénomènes examinés ci-haut, soit l'accroissement du nombre d'entreprises et de leur indépendance, la formation de holdings, l'entrée des corporations sur le *call money market* et la manipulation, qui conduisirent à la formation de la bulle spéculative des années 1920. Comme nous allons le voir à l'instant, c'est cette bulle qui, éclatant brusquement en 1929, mena à la plus grande crise économique de l'histoire des États-Unis. Pour pallier à la situation, un nombre important de *working rules* visant à encadrer la spéculation furent alors mises en place par l'État, l'une des plus connues étant probablement celle ayant conduit à la création de la SEC. Si ces *working rules* étatiques minèrent considérablement les activités spéculatives accomplies à la NYSE et, par conséquent, les opportunités de profits de ses membres, les spécialistes parvinrent néanmoins à profiter de la constitution de la SEC pour mettre en place des *working rules* privées visant à consolider leur propre monopole.

4.2.3 Le krach de 1929, la création de la SEC et la consolidation du pouvoir des spécialistes

Jusqu'en 1929, la frénésie spéculative crut de façon très importante. Tellement, nous dit Galbraith (1961, p. 92), qu'il semblait « que Wall Street était en passe d'absorber l'argent du monde entier ». Or, cette « orgie spéculative » toucha dramatiquement à sa fin en octobre 1929, au moment où le prix de certains titres commença à chuter drastiquement à la NYSE. En fait, ce n'est pas tant les chutes de prix elles-mêmes qui conduisirent à la crise financière, mais les appels de marge qui s'en suivirent (Sobel, 1965; Galbraith, 1961; Néré, 1973). En effet, devant l'effondrement du marché, les courtiers qui avaient octroyé des prêts à leurs clients pour que ceux-ci puissent acheter des titres à crédit leur demandèrent d'augmenter le nombre d'actifs agissant comme collatéral, sous menace d'être liquidés. De leur côté, les banquiers et les corporations qui avaient pour leur part avancé des fonds aux courtiers firent la même chose auprès de ces derniers. Ainsi, eux aussi durent soit

augmenter la taille du collatéral, soit voir la totalité de leurs actifs être liquidée. Or, ces appels de marge entraînaient rapidement des faillites en cascade. Pour cause, en même temps que les spéculateurs échouèrent à augmenter la taille de leur collatéral, les actifs sur la base desquels leur prêt leur avait été octroyé perdirent de leur valeur. Devant cette incapacité des spéculateurs à répondre aux appels de marge des courtiers, ces derniers se retrouvèrent eux-mêmes dans l'incapacité d'augmenter le nombre de titres mis en gage auprès des banquiers et des corporations. Les titres utilisés comme collatéral ayant perdu énormément de valeur, les banques et les entreprises qui avaient prêté aux courtiers à des taux d'intérêt entre 8 % et 20 % essuyèrent énormément de pertes et se retrouvèrent bientôt au bord d'un gouffre financier. Notons que ces faillites en cascade furent considérablement accélérées par l'existence des sociétés de holding, et ce, en raison même de l'emboîtement des corporations les unes dans les autres que cette structure juridique permettait (Sobel, 1965 ; Galbraith, 1961).

Cet enchevêtrement à trois niveaux de faillites, soit celles des spéculateurs, des courtiers, ainsi que des banques et corporations, eut d'énormes impacts sur l'économie et le marché des titres. En effet, si plusieurs *going concerns* firent faillite et abolirent par conséquent un très grand nombre d'emplois⁴¹, d'autres, devant l'érosion de leur profit, durent retourner voir les banques d'investissement et émettre de nouvelles actions pour financer leurs activités. Pour éviter de retomber sous la tutelle des banquiers, plusieurs corporations limitèrent leurs emprunts aux seuls montants qui leur permettaient de se maintenir à flot. Ce faisant, il n'y eut que très peu d'expansion et de création de nouveaux emplois au cours de cette période. N'ayant plus de source de revenus, les individus qui, autrefois, avaient envahi les marchés financiers les désertèrent en masse. Ceux qui avaient encore la chance d'avoir un salaire les délaissèrent tout autant, mais cette fois par manque de confiance

⁴¹ Selon Galbraith (1961), en 1933, près de 13 millions d'Américains étaient sans emploi.

en l'avenir. Dans le passage suivant, Sobel (1965, p. 283) explique très bien les effets psychologiques de la crise sur les spéculateurs :

« [T]he psychological effects of the 1923-1929 rise were major factors in the boom, bringing optimism to shareholders and observers alike. The 1929-1933 toboggan had the opposite effect, and help make the thirties a decade of fear. Consider, for example, the man who brought a share in Commercial Solvents, a thriving chemical company, at \$15 in 1923. In the early fall of 1929 his investment had grown to \$1,400, excluding dividends. How could he help but feel content with the future of both the nation and himself? By late 1932, however, the company was no longer paying dividends and the price of the common stock had dropped to \$35 a share. The investor might have reflected that he had actually more than doubled his holdings in less than a decade, but few thought of the crash in these terms; as far as he was concerned, he had lost over \$1,300. While he had been making money on the stock market in the twenties, the investor would have felt justified in buying goods on time, in living beyond his income, and in discounting tomorrow. The disillusioned investor of 1932 lived as frugally as was possible, turned his back on heroes of the previous decade, lost faith in the present, and saw little hope in the future. If the upward swing took investors to the clouds, the downward turn brought many to the depths. »

Cette situation eut d'énormes conséquences sur le volume de transactions accomplies à la NYSE. Selon Sobel (1965), de 1929 à 1932, le nombre de titres négociés quotidiennement passa de 4.3 millions à seulement 1.5 million, et le prix du siège passa quant à lui de 625 000 \$ à 68 000 \$. Jamais les courtiers du *going concern* ne furent aussi mal en point que durant cette période : jusqu'au milieu des années 1940, « brokers were laid off, fired, or put on part time; the Exchange floor appeared half-deserted » (Sobel, 1965, p. 315). En ce qui a trait aux intermédiaires de la rue, ceux-ci disparurent presque complètement (Sobel, 1977; 1970). Devant autant de pertes, il fut donc admis que les activités spéculatives devaient être encadrées.

Dès son entrée en fonction en 1933, Roosevelt mit en place plusieurs *working rules* afin d'encadrer les marchés financiers. Les plus importantes (et les plus connues) furent probablement le Banking Act (communément appelé le « Glass-Steagall Act ») et le Securities Act (souvent nommé « the Truth-in-Securities Act »). Alors que la première *working rule* visait à séparer les activités bancaires d'investissement des activités bancaires commerciales, la seconde obligeait quant à

elle toute organisation procédant à l'émission de titres à divulguer aux acheteurs l'ensemble des informations s'y rapportant. Comme l'indique Sobel (1965, p. 294) : « the Securities Act was based on the belief that if underwriters were obliged to disclose all informations to customers, the shady deals and crooked flotations of the past would be impossible ». En vertu du Securities Act, la Federal Trade Commission (FTC) fut autorisée par le Congrès à mettre en place des procédures strictes d'émission et à appliquer des mesures coercitives aux contrevenants.

En 1934, le Securities and Exchange Act fut également proposé au Congrès. Afin de lutter adéquatement contre les pratiques frauduleuses, alors identifiées comme un des facteurs ayant conduit à la crise de 1929, deux niveaux de réglementation furent suggérés. D'abord, le projet de loi proposa que *tous* les titres soient enregistrés auprès de la FTC, et non seulement ceux issus de nouvelles émissions. Ensuite, il fut proposé que toute forme de manipulation soit bannie et sévèrement punie par la FTC. Or, cette proposition souleva la grogne auprès des courtiers de la NYSE (Sobel, 1965; Seligman, 1982; Bumgardner, 2002; Schlesinger, 1958). En effet, ceux-ci s'opposèrent farouchement à cette législation qui, selon eux, allait permettre l'ingérence du gouvernement dans les activités de l'organisation. Comme l'indique Bumgardner (2002, p. 4), « the bill [...] would [have] give[n] the government regulatory power over all listed securities. Moreover, the proposed law would [have] prohibit[ed] virtually any manipulation of the markets ». Dans un moment de désespoir, le président de la NYSE de l'époque en vint même à affirmer que « the Exchange [was] a perfect institution » et que, si cette législation passait, « the securities market [would] dry up » (President Whitney, cité dans Schlesinger, 1958, p. 461-463).

Pour contrer cette proposition, les membres du club s'engagèrent alors dans une importante campagne de lobbying. Selon Seligman (1982) et Bumgardner (2002), celle-ci porta ses fruits, puisque la version du Securities and Exchange Act qui fut

officiellement adoptée en 1934 se révéla radicalement différente de celle qui fut *a priori* soumise au Congrès, et ce, à plusieurs égards, dont les deux suivants. D’abord, la nouvelle mouture laissa tomber la proposition du Comité quant à l’enregistrement des titres auprès de la FTC pour ne se concentrer que sur les pratiques frauduleuses. Dorénavant, explique Bumgardner (2002, p. 5), « the act [only] prohibits, in connection with the purchase or sale of securities, “any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations ».

Ensuite, plutôt que d’être confiées à la FTC, l’administration et l’application des *working rules* contenues dans le Securities and Exchange Act de 1934 furent déléguées à une nouvelle instance spécialement créée à cet effet : la Securities and Exchange Commission (SEC⁴²). Fait plutôt important, c’est à Joseph P. Kennedy, un des plus grands spéculateurs et fraudeurs que connût Wall Street durant les années 1920 (« un loup parmi les loups », selon l’expression de l’élite financière de l’époque), que Roosevelt confia la présidence de la SEC. Selon Bumgardner (2002, p. 6), « Kennedy’s appointment clearly was an effort to mollify the business world’s opposition to the new law and to the SEC by naming a well-known businessman to be its first chairman ». Selon Sobel (1977) et Oesterle, Winslow et Anderson (1992), cette décision fut plutôt le résultat de la campagne de lobbying effectuée par les membres de la NYSE pour protéger leurs intérêts.

Dans les mois qui suivirent la mise en place de la SEC, les activités des intermédiaires financiers en vinrent à être scrutées d’encore plus près par les partisans d’une réforme plus drastique de Wall Street. À cette époque, la principale critique qui leur fut adressée consistait à combiner les fonctions de courtier et de spéculateur, ou encore, dans un langage un peu plus technique, à agir à la fois en tant qu’agent et principal (Sobel, 1977; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992; Wolfson et Russo,

⁴² Pour une histoire exhaustive de la SEC, Voir Seligman, 1982.

1970; Seligman, 1982). Les spécialistes furent particulièrement ciblés par cette critique. En effet, étant les seuls à avoir accès aux carnets d'ordre, il fut donc généralement admis que les spécialistes pouvaient à tout moment utiliser leur accès privilégié au carnet d'ordres afin de manipuler le marché en leur faveur. La solution envisagée pour enrayer les futures possibilités d'abus et éviter qu'une nouvelle crise ne se produise fut donc de réglementer les activités spéculatives des intermédiaires. Ainsi, en 1935, une étude portant sur les activités de ces derniers en vint à faire cette recommandation générale à la SEC :

« Specialists, as well as other exchange members, should be permitted to function either as traders or as brokers, but not as both... No specialist, or other brokers, should be permitted to have any interest in any trading account, pool, syndicate, underwriting operations or options » (*The Twentieth Century Fund's study of the securities market*, cité dans Wolfson et Russo, 1970, p. 708).

Or, les *working rules* qui furent officiellement adoptées par la SEC, alors présidée par Kennedy, échouèrent sur tous les plans à encadrer les activités spéculatives des intermédiaires, et, plus spécialement, des spécialistes. En effet, contrairement à la recommandation précédente, la réglementation officielle ne sépara jamais les activités menées en tant qu'agent de celles menées en tant que principal (Sobel, 1977; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992; Wolfson et Russo, 1970). Pour les spécialistes, cela voulait dire qu'il ne leur fut en aucun cas proscrit d'utiliser leur accès privilégié au carnet d'ordres pour spéculer pour leur propre compte. Afin de justifier ce changement de cap, la SEC expliqua qu'il n'existait pas suffisamment de preuves permettant de conclure que la combinaison des deux fonctions conduisait bel et bien à des abus (Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). Ainsi, devant ces données jugées insuffisantes, la SEC statua qu'il s'avérait tout à fait indu de procéder à la ségrégation des deux pratiques.

Toutefois, pour Oesterle, Winslow et Anderson (1992), c'est la campagne de lobbying que menèrent alors les spécialistes de la NYSE qui sema le doute parmi les

régulateurs de la SEC et qui, partant, conduisit la Commission à renoncer à une telle ségrégation. Dans le cadre de cette campagne, les spécialistes avancèrent l'idée selon laquelle leurs activités spéculatives étaient absolument fondamentales au marché puisque, par elles, ils parvenaient à éliminer les écarts entre l'offre et la demande de titres et, ce faisant, à stabiliser les échanges (Sobel, 1977 ; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). Convaincue par cette explication, qu'Oesterle, Winslow et Anderson (1992) appellent à juste titre le « mythe de la stabilisation » (*stabilizing myth*), la SEC renonça à ségréger les fonctions d'agent et de principal et imposa plutôt aux spécialistes une responsabilité négative. En effet, en vertu d'une *working rule* adoptée à cette fin, il fut convenu que les spécialistes ne devaient avoir recours à la spéculation que pour maintenir le marché « ordonné et équitable ». Plus exactement, il fut convenu que « [the Commission rules regulating specialist should] restrict his dealings... to those reasonably necessary to permit him to maintain a fair and orderly market » (*Amendment de la Securities Exchange Act of 1934*, cité dans Wolfson et Russo, 1970). Par cette nouvelle *working rule*, les pratiques spéculatives des spécialistes ne furent donc jamais proscrites, mais seulement codifiées (Oesterle, Winslow et Anderson, 1992).

Ajoutons que cette nouvelle *working rule* ne fut jamais appliquée par la SEC elle-même. Deux raisons permettent d'expliquer ce phénomène. D'abord, son président de l'époque, Joseph Kennedy, ne chercha jamais à mettre en place les mécanismes nécessaires afin de la rendre effective (Sobel, 1965, 1977; Seligman, 1982; Bumgardner, 2002). Ensuite, bien que la SEC fut l'instance de réglementation ayant été la plus vantée et la plus médiatisée par le gouvernement de Roosevelt, elle fut par ailleurs l'une des plus sous-financées (Sobel, 1977). En effet, explique Sobel (1977, p. 168),

« The SEC [...] was housed in a small, dingy Washington office, and its members and staff did a good deal of talking and telephoning in the early days, but most of the time was spent in conferring and complaining about shortage of personnel and the absence of power. In fact, the SEC was understaffed and lacked adequate financing for the task of patrolling the district. »

Devant le manque de motivation de son président à faire quoi que ce soit pour appliquer la loi, et devant le manque cruel de ressources à sa disposition, la SEC relégua donc aux bourses elles-mêmes la tâche de mettre en place les règles nécessaires au maintien d'un marché équitable et ordonné⁴³.

Comme nous pouvons nous en douter, c'est cette prescription à l'autorégulation que les spécialistes utilisèrent dès lors pour mettre en place des *working rules* visant à consolider leur monopole. En effet, plutôt que d'adopter un ensemble de règles permettant de maintenir le marché effectivement équitable et ordonné, les spécialistes, qui, lors de la fusion de la Bourse de New York avec l'Open Board, avaient investi le Governing Committee, utilisèrent leur position pour consolider leurs intérêts. Pour reprendre les termes de Oesterle, Winslow et Anderson (1992, p. 243), « the specialists [...] used their control of the Exchange to limit competition and give themselves the benefit of monopoly profits ». Dominée par les spécialistes, l'instance décisionnelle de la NYSE mit donc en place des *working rules* permettant à ces derniers de s'arroger le contrôle des activités de courtage et d'effectuer une ponction sur l'ensemble des transactions accomplies par les courtiers.

Premièrement, le Governing Committee adopta une *working rules obligeant* les spécialistes à agir en tant que principal (Sobel, 1977 ; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). Reprenant le mythe de la stabilisation, « which [...] had become a

⁴³ Mentionnons que, pendant les premières années du New Deal, les marchés OTC ne furent jamais réglementés par la SEC. Or, en 1938, le Securities and Exchange Act de 1934 fut amendé. En vertu de cet amendement, les courtiers OTC furent contraints de mettre sur pied une organisation destinée à encadrer les transactions effectuées de gré à gré. Nous reviendrons plus en détail sur cette organisation appelée la « NASD » (National association of Securities dealers) et sur son mode opératoire au chapitre suivant.

"bedrock belief" of the Exchange » (Oesterle, Winslow et Anderson, 1992, p, 247), cette règle spécifiait qu'il était obligatoire pour les spécialistes d'assurer *en tout temps* une cotation continue et d'éliminer l'écart entre l'offre et la demande en effectuant des échanges sur la base de leur propre capital. Stipulant que leur intervention était strictement nécessaire au maintien d'un marché équitable et ordonné, cette *working rules* obligea également les courtiers à avoir recours à leur service. Deuxièmement, et corollairement à la règle précédente, le Governing Committee imposa un capital minimum à tout membre désirant assurer la fonction de spécialiste (Sobel, 1977 ; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). Le comité justifia une telle décision en affirmant qu'un capital minimum était strictement nécessaire pour absorber les écarts importants entre l'offre et la demande, et assurer par conséquent la stabilisation des marchés.

Or, jamais les spécialistes ne respectèrent leur engagement. En effet, en temps de crise, plutôt que d'utiliser leurs propres fonds pour assurer la continuité des transactions, ceux-ci ont historiquement toujours eu tendance à faire comme les autres courtiers, c'est-à-dire à fuir le marché (Sobel, 1977; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992; Banner, 1998). Dans le passage suivant, Sobel (1977, p. 51) explique bien cette situation contradictoire :

« [B]y NYSE regulations and Securities and Exchange Commission practice, the specialist is supposed to maintain an orderly market in his stock. This means he must always stand ready to buy or sell shares, and should adjust his quotes so that the advances and declines are minor, and not in sudden jumps. This requires the specialist to enter the market in trading capacity. Should there be rush to sell the stock, he must be prepared to "eat" the share. Conversely, when demand develops, he must sell from his holding. In other words, the specialist on balance bets against the market. Or at least this is the theory, rational, and justification for the system. The practice does not conform well to the theory however. On the one hand, the specialist is supposed to perform a stabilizing function, even though losing money or foregoing profit in the process, while on the other he has the normal urge to maximize his profit while minimizing risks. Should there be bad news regarding his stock, for example, sellers will rush in, and the specialist would be expected to try to maintain an orderly market by buying their stock for its inventory while gradually lowering his quotes. But at the same time, he has the natural tendency to sell his own shares, or at least not add stock and troubles his own portfolio. The specialist derives a good deal of his income from inventory profits, with the rest from the shared interest in the commission on trades. In many ways, he is a private trader, dealing for its own account [...]. But it hurts to have to purchase stock while it is sliding, or sell in a market on the way up. Self-interest and duty collide every day on the floor [...]. Recent studies have indicated that, more often than not, specialists have decided to opt for their short-run interests. Too often, they run for cover when the avalanche begins. »

N'étant ni respectées, ni appliquées, ces *working rules* ne visaient donc qu'une seule chose : protéger les avantages que conférait l'accès privilégié des spécialistes au carnet d'ordres. Et elles y parvinrent de deux manières différentes. D'abord, par la règle les obligeant à faire le marché, les spécialistes réussirent à obliger les courtiers à avoir recours à leur service. Dès lors, ce ne fut plus sur la base d'un choix personnel que ceux-ci s'engagèrent dans une transaction avec un spécialiste, mais sur la base d'une contrainte. Partant, ce ne fut plus seulement sur une portion des activités de courtage que les spécialistes parvinrent à effectuer une ponction, mais sur la totalité de ces activités. Par cette règle les obligeant à « faire le marché », les spécialistes réussirent en outre à renforcer ce mythe justificateur de leur propre position, selon lequel leurs activités spéculatives s'avéraient tout à fait fondamentales à la stabilité des marchés (Sobel, 1977 ; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). En effet, par ce règlement tout à fait factice, nous disent Oesterle,

Winslow et Anderson (1992, p. 247), « specialists had turned a perceived vice into a virtue ».

Ensuite, grâce à la *working rule* leur imposant un capital minimum, les spécialistes parvinrent à éliminer toute forme de compétition potentielle et à contrôler la négociation des titres à la NYSE (Sobel, 1977; Stone, 1975; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). En effet, expliquent Oesterle, Winslow et Anderson (1992, p. 248), « the general effect of this type of regulation was to drive out the smaller specialists ». Or, cette situation ne fit que renforcer les bénéfices et le pouvoir des spécialistes de la NYSE. En effet, en vertu de leur position monopolistique, ceux-ci n'eurent jamais plus à concurrencer avec les autres courtiers pour attirer des clients. Bien au contraire, nous dit Sobel (1977, p. 51) « [business] came to [them] since [they] ran the only game in town ».

Notons également qu'en dehors de ce règlement imposant un capital minimum, il existait une *working rule* informelle quant aux processus de distribution des titres qui favorisait leur concentration aux mains des spécialistes déjà bien établis. Comme le montre Sobel (1977, p. 52) :

« In theory, any member could try to become a specialist, but in practice, few ones were admitted to the group. Allocations of stocks were made by the Floor Committee, where friendships and tradition were usually proved more important than ability. Thus, if a new listing, XYZ, appeared before the Committee, chances were that it would be assigned to the old timers, and not a pushy newcomer. »

Grâce à cette forme de népotisme, les spécialistes parvinrent donc à sécuriser encore davantage leur position.

C'est donc dans les suites du krach de 1929 et avec la mise en place de la SEC que les spécialistes réussirent à consolider leur position et à avoir la mainmise sur les transactions accomplies par les courtiers de la NYSE. En effet, par la diffusion d'une novlangue visant à justifier leur fonction et par la mise en place de *working rules* leur

permettant d'éliminer toute compétition, les spécialistes parvinrent à prendre le contrôle de l'organisation. Pour reprendre les termes de Oesterle, Winslow et Anderson (1992, p. 240) :

« The specialists came to be among the most influential and prosperous members of the Exchange. Given their position from the early 1930s until the late 1970s, specialists effectively controlled the governing apparatus of the Exchange and used this power to their advantage. »

Ce faisant, c'est sur la totalité des activités de courtage qu'ils réussirent à effectuer une ponction, et non plus sur une simple portion. Ainsi, avec la mise en place de la SEC et de sa politique d'autorégulation, le pouvoir que les spécialistes exercèrent sur les marchés des titres devint alors presque total. Pour reprendre les termes de Sobel (1977, p. 52), « the NYSE dominated the market nexus, and the specialists controlled the NYSE. It was a closed circle ». Comme nous allons le voir à l'instant, ce nouveau monopole qu'avaient acquis les spécialistes fut néanmoins quelque peu érodé par les mesures antitrust entreprises par Roosevelt en vue de briser le monopole de la NYSE.

4.2.4 La mise en place de mesures antitrust comme moyen de contenir le pouvoir des spécialistes la NYSE

Comme la NYSE fut très importante dans la formation de la bulle spéculative ayant conduit au Krach de 1929, de nouvelles *working rules* visant cette fois-ci à briser explicitement la puissance de ce *going concern* furent également instaurées. Si le New Deal est généralement associé à la période au cours de laquelle la finance fut disciplinée, ce n'est par ailleurs qu'à partir de 1937, au moment où Roosevelt entreprit de mettre un terme à la concentration économique et financière en ravivant le Sherman Antitrust Act de 1890, que des *working rules* destinées à contenir le pouvoir de la NYSE furent mises en place (Sobel, 1965, 1975; Waller, 2004; Néré, 1973; Schlesinger, 1958; Seligman, 1982). Bien que, dès 1933, Roosevelt ordonna au Département de Justice de mettre sur pied la Division antitrust afin d'appliquer cette législation datant de la première grande vague de fusions-acquisitions que connurent

les États-Unis, ce ne fut toutefois pas pour stimuler la compétition que cette Division vit le jour, mais plutôt pour fixer les prix des marchandises et stimuler la production et la consommation. C'est ce qu'explique Waller dans le passage suivant (2004, p. 570-572) :

« [P]rior to 1938, antitrust and economic competition were never the preeminent tools to combat the Great Depression [...]. Throughout the early New Deal period, the antitrust laws were, at best, one minor federal policy among many. For some key New Dealers, competition [...] posed a threat to prosperity and needed to be replaced by some form of business-government cooperation and economic planning. The first half of the New Deal focused on the National Industrial Recovery Act (NIRA), the Agricultural Adjustment Administration (AAA), and the promulgation of industry codes, which were the antithesis of the free market competition protected by the antitrust laws of fair competition with only limited input from labor and consumers. The codes were intended to be legally enforceable against the entire industry, regardless of whether a party participated in the drafting or agreed to be bound. Most codes directly or indirectly sought to control prices, prevent price discounting, legalize open price systems, limit production, and standardize terms of sale to minimize non-price competition [...]. The goal of the NIRA was to restrict production, raise prices, create profits, and restart business investment [...]. Throughout this period, the Antitrust Division had backwaters of the Justice Department. Formed as a separate division of the Justice Department in 1933, it perversely spent its early years enforcing the industry price-fixing codes of the NIRA and the AAA and representing a hodgepodge of federal agencies and departments in appellate matters. »

Or, sans grande surprise, ces mesures empirèrent la situation économique qu'elles étaient censées régler (Waller, 2004; Néré, 1973; Schlesinger, 1958; Seligman, 1982). Toujours selon Waller (2004, p. 572), « to the extent prices were increased, the increase further limited production, employment, and the purchasing power of consumers-leaving the country in even worse straits than at the beginning of the Great Depression ». Pour preuve, explique Seligman (1982, p. 158),

« Between May 1937 and June 1938, the Federal Reserve Board's index of total industrial production fell 33 percent. During the same general period, durable goods production declined over 50 percent, profit 78 percent, payrolls 35 percent. The rate of unemployment doubled. Almost six million people lost their jobs. »

Dans ce contexte, la position de Roosevelt à l'égard des pratiques anticoncurrentielles et de la fonction que la Division antitrust devait maintenant assumer changea radicalement. Comme le souligne Waller (2004, p. 583),

« [T]he President decried the "concentration of economic power" in the country and deplored the "concealed cartel system" and "the disappearance of price competition." The President thundered: "[T]he liberty of a democracy is not safe if the people tolerate the growth of private power to a point where it becomes stronger than their democratic state itself . . .". »

Semblant s'engager dans ce que Schlesinger (1958) appelle « le second New Deal », Roosevelt mit dès lors sur pied le Temporary National Economic Committee afin d'étudier la concentration économique et financière et d'en révéler les conséquences sur l'emploi, la production et la consommation. Au même moment, il demanda également au Congrès qu'un budget additionnel de 200,000 \$ soit attribué à la Division antitrust et qu'une nouvelle législation soit mise en place afin de contrôler les activités de holding des banques. Avec la mise en place du TNEC, explique Waller (2004, p. 583), « it was apparent to all that Roosevelt finally intended to make a real attack on the problem of monopoly ».

C'est au cours de ce « second New Deal » que la SEC s'engagea dans une véritable guerre ouverte contre les spécialistes NYSE. En effet, si, sous la présidence de Kennedy, la commission fut tout sauf sérieuse dans sa lutte contre les pratiques frauduleuses, en 1937, au moment où William O. Douglas en devint le président, celle-ci se lança dans son premier vrai combat contre la combinaison des fonctions d'agent et de principal (Sobel, 1965, 1975, 1977; Seligman, 1982). Déterminé à réformer les pratiques boursières de la NYSE, Douglas menaça l'instance décisionnelle de l'organisation de porter des charges criminelles contre les intermédiaires fautifs si rien n'était fait pour enrayer la manipulation permise par la combinaison des fonctions d'agent et de principal.

« In Douglas View, explique Seligman (1982, p. 153), the conflict of interest of the professional floor traders created problems more “fundamental” than the archaic governance. Describing at length the results of the regional office’s study of Exchange member trading in September and October 1937, Douglas implied that “members of the Exchange trading for their own account – particularly the specialists – either create the daily price fluctuation or else contribute materially to their severity” specifically by accentuating a “declining market by short-selling for speculative profit”. »

Pour ces raisons, Douglas demanda alors que les autorités de la NYSE procèdent à une réforme des pratiques de l’organisation.

Or, ayant profité de la mollesse de la SEC dans les années précédentes et voyant par conséquent cette dernière comme étant une pure mascarade, le gouvernement de la NYSE, largement composé de spécialistes, ne prit évidemment pas les demandes de Douglas au sérieux. Face à la réaction des autorités du *going concern*, Douglas organisa alors bon nombre de conférences de presse au cours desquelles il s’adonna à la déconstruction du mythe de la stabilisation sur la base duquel la NYSE était parvenue à maintenir et à consolider son système de spécialistes, démontra le rôle joué par les intermédiaires du Club dans la crise économique que traversait alors le pays et menaça l’organisation de faire intervenir l’État dans ses affaires si rien n’était fait pour remédier à la situation (Seligman, 1982)⁴⁴. Réalisés au même moment où Roosevelt se lançait dans une guerre aux pratiques anticoncurrentielles, les coups d’éclat médiatiques de Douglas

⁴⁴ Notons que ces coups médiatiques ne furent pas les seules victoires enregistrées par Douglas contre les intermédiaires de NYSE. En effet, au cours de son mandat, celui-ci participa à la condamnation criminelle de l’ancien président de la NYSE, Richard Whitney (Sobel, 1965, 1975; Seligman, 1982). En effet, après que celui-ci ait été suspendu par le Club pour insolvabilité, la SEC, suspicieuse de la légalité des opérations que celui-ci menait alors, entama une enquête qui lui permit de démontrer que Whitney utilisait les titres financiers de ses clients en guise de collatéral pour spéculer sur marge sur les actions de la Distilled Liquors Corporation. Officiellement accusé par le Procureur général de l’État de New York, Whitney fut reconnu coupable de vol qualifié et condamné à cinq à dix années de prison, « thus ended the career of the man who, in 1933, had claimed that the Stock Exchange had no need of reform » (Sobel, 1965, p. 306). La condamnation criminelle de Whitney ne fut pas la seule que la NYSE connut durant les années Douglas. Bien au contraire. Plusieurs poursuites pour pratiques frauduleuses furent entamées contre les courtiers du Club sous son mandat. Semant la peur à Wall Street, Douglas en vint même à être connu comme étant “*the man who got things done*” (Seligman, 1982).

transformèrent radicalement l'attitude des autorités la NYSE à l'égard de la SEC. En effet, pouvant dorénavant être accusés à tout moment de pratiques anticoncurrentielles par l'État et connaissant désormais l'agressivité avec laquelle Douglas – un fervent défenseur de la loi antitrust, qui plus est – était prêt à s'attaquer à eux, les spécialistes de la NYSE cessèrent de s'opposer à la SEC et entreprirent aussitôt de collaborer avec elle pour mettre en place une réforme. En fait, nous dit Sobel (1965, p. 307), à ce moment, « many member firms suspected that they were fighting for their very existences, and unless they cooperated, stiffer new legislation to curb their activities might pass ».

Ainsi, en 1938, les autorités du *going concern* adoptèrent une nouvelle constitution. Sans en faire une liste exhaustive⁴⁵, les principales nouveautés furent les suivantes. D'abord, la NYSE procéda à la restructuration de son Governing Committee (Sobel, 1965, 1975; Seligman, 1982). En effet, constitué de 50 personnes, le vieux comité fut remplacé par un nouveau groupe de seulement 32 individus. Qui plus est, explique Sobel (1975, p. 40), plutôt que d'être formé uniquement par des membres de l'organisation, « there would be six nonmembers partners of commission houses, six more commission brokers from out of town, three members in business other than securities (to represent the public interests), and the President and the Chairman of the Board ». Dans la foulée de cette restructuration, seulement 13 individus de l'ancien comité parvinrent à intégrer le nouveau. Par conséquent, les spécialistes qui, autrefois, avaient investi massivement le Governing Committee perdirent dès lors une grande partie de leur influence, et ce, au plus grand bonheur de Douglas qui, à l'époque, faisait campagne pour séparer les fonctions d'agent et de principal. Indiquons également que la fonction du président changea de façon importante : il se vit octroyer certains des pouvoirs décisionnels dont jouissait auparavant le Governing Committee et obtint un salaire annuel fixe. Cette nouveauté

⁴⁵ Pour une liste exhaustive, voir Seligman, 1982.

fut très importante puisque, d'une fonction symbolique assumée bénévolement, la présidence de la NYSE devint un poste permettant à la personne qui l'occupe d'orienter les activités du *going concern* sans obtenir au préalable l'aval des gouverneurs. C'est ce qu'explique Seligman (1982, p. 166) dans le passage suivant:

« The most important function of the reconstituted Board of Governors was to select a full-time paid president, who would serve as the Exchange's chief executive officer and "be the point of contact with governmental agencies and the general public". The president was to have his own staff and general responsibility for public relations [...]. Exchange governance no longer would be dominated by floor traders and specialists who traded largely for their own account. »

Dernière modification sur laquelle il importe d'insister : les frais de commission furent augmentés de près de 11 % (Sobel, 1975). Notons toutefois que Douglas n'approuva jamais directement cette nouvelle mesure. N'ayant jamais répondu à la requête qui lui fut envoyée en décembre par la poste, les courtiers et les spécialistes de la NYSE interprétèrent ce silence comme une réponse positive et procédèrent à l'augmentation officielle en janvier. Bien que la NYSE se vanta alors des transformations qu'elle apporta à sa constitution, ces dernières demeurèrent néanmoins très en surface et ne s'attaquèrent jamais au véritable problème de la combinaison des fonctions d'agent et de principal. « Over time, nous dit Seligman (1982, p. 178), the significance of these reforms dissipated. Within a few years after Douglas left the SEC, Exchange floor members again dominated Exchange governance ».

En mars 1941, le TNEC déposa son rapport final. La conclusion du comité fut alors sans équivoque : la concentration économique et financière était toujours aussi importante que dans les années 1920. En effet, nous dit Sobel (1965, p. 307) :

« [The TNEC] argued that the banking divestitures made under the Securities Act, which had resulted in the formation of the investment banks of the thirties, were only token gestures. Brown Brothers, Harriman, First Boston, Morgan Stanley, and others were still very much attached to their commercial parents. The Committee further showed that of the \$10 billion in securities registered with the SEC between 1934 and 1937, 96 per cent were sold through the investment bankers, and that the top 6 firms – or 1 per cent of the total number of underwriters – handled 57 per cent of the flotations. In addition, the TNEC showed that the twenty leading New York firms controlled the large majority of all underwritings. The situation in the market for quality bonds showed still greater concentration. Morgan Stanley underwrote 65 per cent of all these issues, and the entire quality bond market was in New York. »

Ainsi, après plus de cinq ans de réforme visant à sortir les États-Unis de la plus grande crise économique de son histoire, la puissance de Wall Street était toujours aussi importante que par le passé. Pour remédier à cette dangereuse situation, le rapport du TNEC appela conséquemment à un retour à de plus petites unités économiques et financières. De façon plus spécifique, explique Waller (2004, p. 587), le comité recommanda au Congrès d'adopter les mesures suivantes :

« Repealing the Miller-Tydings Act, which had authorized state fair trade laws; prohibiting horizontal mergers in excess of \$5 million unless approved by the FTC; prohibiting basing point pricing; raising penalties for criminal antitrust violations to \$50,000; creating federal regulation of trade associations; requiring mandatory licensing of patents at fair prices; and establishing the national chartering of corporations. »

Or, le rapport alla beaucoup plus loin que la simple suggestion de ces mesures : il stipula que la sphère financière n'était plus nécessaire au développement du capitalisme (Sobel, 1965). En effet, il démontra qu'en temps normal, la plupart des grandes corporations utilisaient leurs propres ressources internes pour financer leurs activités et, donc, qu'elles n'avaient recours que très rarement à de nouvelles émissions de titres. Avançant ainsi que la finance était dorénavant aussi puissante qu'inutile, le TNEC fut formel sur le fait qu'il était absolument nécessaire de limiter le pouvoir de Wall Street.

Toutefois, en 1941, au moment où le TNEC déposa son rapport, les pratiques anti-compétitives et la puissance de Wall Street avaient déjà cessé d'être la principale

préoccupation du gouvernement. En effet, non seulement la Seconde Guerre mondiale devint le point focal de l'administration Roosevelt, mais, dans ce contexte où plus de 70 % de la production militaire était assurée par les grandes corporations du pays (Sobel, 1965), les mesures proposées par le comité cessèrent par conséquent d'être d'actualité. Ainsi, aucune nouvelle *working rule* étatique destinée à limiter la concentration de l'économie et de la finance ne vit le jour. Dans la foulée, la SEC abandonna également son projet de réforme de la NYSE. Ce faisant, le *going concern* parvint donc à échapper à sa refonte. Or, comme nous allons le voir à l'instant, bien qu'elles ne visèrent jamais explicitement à encadrer la spéculation ou à briser le monopole de la NYSE, les politiques économiques mises en place par Roosevelt pour favoriser la production militaire eurent néanmoins des effets des plus désastreux sur les activités spéculatives accomplies à la NYSE et, par conséquent, sur la puissance de cette dernière. Afin d'assurer la survie des spécialistes, mais aussi, celle des courtiers, le Governing Committee mit dès lors en place de nouvelles *working rules* qui renforcèrent le pouvoir de ces deux catégories d'intermédiaires.

4.3 La création de politiques économiques favorisant la production militaire, la déchéance de la NYSE et la mise en place de nouvelles *working rules*

Bien que Roosevelt abandonna toute tentative de transformation directe de la sphère financière, il mit cependant de l'avant un ensemble de politiques économiques qui, destinées à favoriser la production militaire, eurent un impact négatif sur l'émission de nouveaux titres et, ce faisant, sur leur négociation sur les marchés. Les mesures qui eurent le plus d'effets dévastateurs sur les marchés financiers furent très probablement la revitalisation de la Reconstruction Finance Corporation (RFC) et la mise en place du Revenue Act (Sobel, 1975; White, 1949, 1980; Seligman, 1982). Créée sous Hoover après le krach de 1929 afin de sauver les États, les banques et les corporations de la faillite, et ainsi remédier à la grande dépression, la RFC fut en effet ravivée par Roosevelt dans le contexte de la Seconde Guerre mondiale, et ce, dans un

but très précis : octroyer aux corporations participant à l'effort de guerre les prêts nécessaires à l'expansion de leurs *going plant*. Or, pour faire de cette agence la principale source de financement des corporations, un amendement important du RFC Act dû être apporté. C'est ce qu'explique White (1949, p. 160) dans le passage suivant :

« Acceptance by RFC of any such role, however, required a substantial amendment to the basic RFC Act. In May 1940, RFC's financing of industry was governed by an amendment made in 1934 which provided that the RFC might lend to industry only in cases where credit was not available from private sources. And no loan could be made under this provision unless, in the opinion of the board of directors, it was "of such sound value, or so secured, as reasonably to assure retirement or repayment." If RFC were to assume the larger risk of loans needed by many industries for the creation or expansion of defense facilities, obviously this provision of the RFC Act required modification. If RFC or a subsidiary were to finance, own, and lease defense plants to private industry, the modification of the statute would have to be even greater. By the end of May an amendment was finally hammered out within RFC designed to give the corporation the necessary powers. As introduced into Congress, the amendment provided that RFC might, on the request of the Federal Loan Administrator and with the approval of the President, organize a corporation or corporations "with such powers as it may deem necessary to aid the Government of the United States in its national defense program." RFC was authorized to make loans to such corporations or any other corporation for, among other things, "plant construction, expansion and equipment, and for working capital. »

Durant la Seconde Guerre mondiale et pour la première fois dans l'histoire des États-Unis, la plupart des corporations en vinrent à se financer par l'entremise d'une instance étatique plutôt que par l'intermédiaire du marché des titres. Pour preuve, explique White (1949, p. 156),

« [D]uring World War II two thirds of a total expenditure for industrial facilities of approximately \$25 billion was directly financed by the government. In contrast, during the three-year period of 1917-1919, only about one tenth of the \$6 billion in new facilities under construction was directly financed by the government. »

Cette situation eut un effet immédiat sur le marché des titres. En effet, plutôt que d'obtenir du financement via l'émission de nouvelles actions, les corporations se tournèrent plutôt vers les prêts à long terme et à faible taux d'intérêt que leur offrait le

gouvernement par l'entremise de la RFC. Ce faisant, la quantité de titres négociés sur le marché diminua énormément au cours de cette période.

Si la revitalisation de la RFC eut d'importants effets sur le marché des titres, le Revenue Act de 1942 en entraîna encore davantage. Adoptée en vue d'accroître le budget disponible pour mener la guerre contre les pays de l'Axe, cette mesure consista en une augmentation considérable des impôts sur le revenu. Selon Blakey et Blakey (1942, p. 1069),

« The new law [increased] federal tax revenues by 7 or 8 billion dollars to 24 or 26 billion dollars. This [was] about 50 percent more than what would have been received if the existing law had not been changed, and four times as much as the greatest tax measure of World War I. »

Pour Roosevelt, le Revenue Act de 1942 « was the greatest tax bill in American history » (cité dans Sobel, 1975, p. 136). Pourquoi? En plus d'élever les impôts des particuliers, cette loi éleva à 90 % le taux d'imposition sur les profits excédentaires des entreprises (Blakey et Blakey, 1942). Aux yeux de Roosevelt, cette nouvelle mesure fiscale s'avérait donc formidable puisque, en élevant le taux d'imposition sur les surprofits des corporations, elle permettait d'augmenter considérablement les revenus de l'État, et ce, sans procéder à aucun emprunt et, donc, sans provoquer aucune inflation.

S'il permit à l'État d'accroître son budget militaire, le Revenue Act de 1942 eut d'importants effets sur le marché des titres. Plus particulièrement, il réduisit considérablement le nombre de nouvelles émissions d'actions. En effet, en vue de réduire leur charge fiscale, la plupart des corporations s'engagèrent alors dans des activités visant à réduire le montant des profits apparaissant dans leur livre comptable. Comme l'explique Sobel (1975, p. 136), « just as many firms changed their accounting system procedures in the 1930s in order to report higher earnings, in this way boosting their prices of stocks and bonds, so they squirreled away profits in

wartime to avoid taxes. » Ainsi, en vue d'échapper à l'impôt, les entreprises utilisèrent alors leur profit pour payer leur dette et acheter des obligations d'État, mais, encore et surtout, pour améliorer leur *going plant* et assurer leur expansion. Cette loi changea donc drastiquement la situation financière des corporations : en plus de devenir extrêmement solvables, celles-ci parvinrent à augmenter la valeur totale de leurs actifs tangibles. Ce faisant, le financement par de nouvelles émissions d'actions devint de plus en plus accessoire, ce qui, conséquemment, réduisit le nombre de titres financiers sur lesquels spéculer. C'est ce qu'explique Sobel dans le passage suivant :

« [I]n 1939, non-financial corporations had \$10.9 billion in cash items, and this stood at \$23 billion at the end of 1944, while in the same period, their holding in government securities rose from \$2.2 billion to \$20.8 billion. Total current assets of these corporations went from \$54.6 billion to \$98.8 billion from 1939 to 1944. While current liabilities rose to only \$53.3 billion from \$30 billion. These firms behind these figures would not require the services of investment bankers as much as it had been believed in 1939 or 1941. This would mean fewer stock and bond flotations [...]. »

Pour montrer l'ampleur des effets du Revenue Act sur le processus d'émission de titres, en 1942, année au cours de laquelle cette *working rule* fut mise en place, la valeur totale des titres émis par les banques d'investissement ne s'éleva qu'à 80.7 millions de dollars, alors que l'année précédente, ce montant – déjà très faible – avait atteint 301 millions de dollars (Sobel, 1975).

En raison de la revitalisation de la RFC et de la mise en place du Revenue Act, les parquets des bourses devinrent littéralement déserts durant la première moitié des années 1940. En effet, la quantité de titres sur lesquels spéculer étant alors très faible, non seulement le Consolidated Stock Exchange (AMEX) fut en passe de disparaître, mais la NYSE devint également un lieu fantôme. Pour preuve, nous dit Sobel (1975), c'est à cette époque que l'organisation connut le plus faible volume de transactions en près de vingt ans. En outre, en 1941 seulement, la NYSE enregistra un déficit net de près de 2.5 millions de dollars (Sobel, 1975). Dans un tel contexte, les spécialistes et les courtiers devinrent considérablement moins florissants que par le

passé. En fait, ils se trouvèrent en moins bonne posture que l'ouvrier moyen (Sobel, 1975).

À la lumière de ce qui vient d'être dit, on comprend donc que, durant la première moitié des années 1940, « the Exchange was worth more dead than alive » (Sobel, 1975, p. 70). En fait, la déchéance de la NYSE était alors si importante que plusieurs analystes et hommes politiques de l'époque se demandèrent même si cette dernière avait encore un rôle à jouer au sein du capitalisme (Sobel, 1975; Welles, 1975). Dans le passage suivant, Sobel (1975, p. 134) explique bien le questionnement qui prévalait alors :

« [W]ould American finance be much different without the exchange than it was with it? During the 1920s, the last great era for Wall Street, such a question would not have been asked. In that decade, over 80 percent of all new capital needed by domestic corporations has been raised through the issuance of bonds and stocks, and without the marketability provided by the NYSE and other financial markets, such papers could hardly have been sold easily [...]. The Exchange had developed, grown, and prospered because there had been a demand for such an institution, and its members had justified their existence and earnings by taking note of this. Yet, [...], from 1940 to 1944, less than one-third of all new capital required by American corporations was provided through the issuance of stocks and bonds, and only a quarter of that was in the form of common stocks – which were, in effect, the “merchandise” of the NYSE. »

La déchéance de la NYSE se manifesta alors non seulement dans le prix du siège, qui oscilla entre 14 000 \$ et 20 000 \$ seulement au cours de cette période (Sobel, 1975), mais elle se traduisit également dans la mise en place de nouvelles *working rules* visant à assurer la survie de l'organisation. En effet, dans le but de minimiser les dommages collatéraux induits par les mesures de guerre et de survivre au désastre, certaines mesures furent adoptées par les membres du *going concern*. D'abord, afin de permettre aux courtiers d'empocher un profit minimal malgré le faible volume des échanges, la NYSE, alors présidée par Emil Schram, procéda à une augmentation de près de 25 % des frais de commission (Sobel, 1975 ; Seligman, 1982). Ensuite, les frais devant être défrayés par les spécialistes pour occuper un

poste d'échange sur le parquet de la NYSE furent abaissés de 1000 \$ à 500 \$ et ce, dans le but d'empêcher certains d'entre eux de faire faillite. Plusieurs autres frais individuels furent également abolis dans la foulée. Finalement, étant elle-même aux prises avec un lot de problèmes financiers, l'organisation augmenta à 150 \$ les frais d'opération annuels qui devaient être déboursés par les firmes membres du Club. Si les politiques économiques mises en place durant la Seconde Guerre mondiale participèrent à l'accroissement du pouvoir des spécialistes, notamment par l'entremise de l'augmentation des frais de commission, c'est la crise inflationniste de la fin des années 1940 et l'avènement concomitant du « *people capitalism* » qui leur permit de véritablement consolider/retrouver leur puissance et, ce faisant, de former ce que Welles (1975) appelle « un cartel dans un cartel ».

4.4 La crise inflationniste de la fin des années 1940, le « *people capitalism* » et la reprise du contrôle de la NYSE par les spécialistes

C'est la crise inflationniste de la fin des années 1940 et la nouvelle frénésie spéculative qui s'en suivit qui permit aux spécialistes de véritablement consolider leur pouvoir. Bien que cela ne se soit pas traduit sur le marché des titres, l'économie américaine connut un boom économique très important au cours de la Seconde Guerre mondiale, et ce, pour deux raisons : non seulement le Revenu Act conduisit au plein emploi, mais, dans le contexte du New Deal, les travailleurs obtinrent également des salaires élevés et un nombre important de protections sociales (Sobel, 1965). Cela dit, en dépit de leur situation économique favorable, les travailleurs ne consommèrent que très peu au cours de cette même période. En effet, nous dit Sobel (1965, p. 314), « rationing and the halt to appliance, automobile and housing production held down spending ». Ainsi, bien que les travailleurs gagnaient alors beaucoup plus d'argent qu'ils n'en dépensaient, cette épargne ne fut jamais investie sur le marché des titres. Plutôt, les salariés mirent leur argent excédentaire à la banque ou l'utilisèrent pour payer leur hypothèque, pour rembourser leur prêt automobile, pour s'acheter des

polices d'assurance ou pour participer à l'effort de guerre (Sobel, 1965, 1975; Tarflet, 2013). Pour preuve,

« From 1940 to 1945, automobile debts fell from \$2.1 billion to \$500 million, personal loans from \$1.2 billion to \$1 billion, and total consumer debts from \$8.3 billion to \$5.7 billion. In the same period, the total of life insurance in force rose from \$115.5 billion to \$151.8 billion. The amount of life insurance per family unit, which had drop during the depression, rose from \$2,700 in 1940 to \$3,600 in 1946 (Sobel, 1965, p. 314). »

La réticence que les travailleurs éprouvaient quant à l'utilisation de leur épargne à des fins spéculatives s'explique essentiellement par leur méfiance envers les marchés financiers. Plusieurs phénomènes participèrent à la généralisation d'un tel manque de confiance. Premièrement, le spectre de 1929 n'était pas encore tout à fait disparu. En effet, en dépit des réformes mises en place lors du premier et du second New Deal, la population était encore très apeurée à l'idée qu'un krach similaire à celui des années 1920 ne se reproduise. Dans le passage suivant, Tarflet (2013, p. 4) explique bien la situation qui prévalait alors :

« More than two decades after the 1929 Crash, the Shadow of 1929 remained dark – despite rising of disposable personal income levels and related expansion of the middle class. American's collective disposable personal income grew from \$92 billion in 1940 to \$231.5 billion in mid-1952. Given that the personal saving rate was relatively high [...], many Americans possessed dollars that they could funnel into the stock market. Yet, they overwhelmingly chose to place whatever saving they had into other vehicles. »

Deuxièmement, l'après-guerre fut l'une des périodes les plus incertaines d'un point de vue économique et financier. En effet, bien que la Deuxième Guerre mondiale sembla bel et bien terminée, la lutte au communisme dans laquelle le gouvernement états-unien s'était alors engagé laissait présager qu'un nouveau conflit pouvait à tout moment surgir et perturber la situation économique et financière du pays (Sobel, 1975; Tarflet, 2013).

Finalement, le pays connut à ce moment une vague de luttes ouvrières et de grèves qui ébranla les activités productives, rendant ainsi incertaines les perspectives

d'emploi. Pour preuve, en 1946 seulement, plus de 5000 grèves mettant en suspend près de 15 % de la force de travail eurent lieu (Sobel, 1965). Ainsi, pour Sobel (1965, p. 314), « all the preconditions for a boom were present: saving, profits and expectations. Still, the securities market remained dull, the scars of the depression and fears of the postwar era uppermost in the minds of investors ».

Or, cette situation changea à la fin des années 1940, au moment où les États-Unis entrèrent dans l'une des plus importantes périodes inflationnistes de leur histoire. En effet,

« By 1949-1950, it seemed inflation had become a permanent part of economic life and would have to be dealt with on that basis. People who had come of age of fearing depression, and had stressed security in every aspect of their lives, putting their surpluses into government saving bonds and banks "to guard against a rainy day", now faced a situation where their wages bought less each month and the value of the dollar was declining » (Sobel, 1975, p. 168).

Plusieurs mesures furent alors mises en place afin de pallier l'inflation, dont les deux suivantes. D'abord, pour compenser le déclin des profits des entreprises, le Congrès – sans l'accord de Truman, alors président des États-Unis – amenda le Revenue Act de 1942 et diminua la charge fiscale des entreprises. Ensuite, pour pallier le pouvoir d'achat insuffisant des particuliers et stimuler la croissance, les taux d'intérêt bancaires furent également abaissés : alors que le taux directeur fut réduit au point d'osciller entre 1 % et 1.5 %, le taux d'intérêt offert par les banques à leurs clients passa pour sa part de 4 % à 2 %.

Si ce contexte s'avéra avantageux pour tout individu désirant contracter un prêt bancaire, il devint toutefois défavorable pour tous ceux qui escomptaient plutôt faire fructifier leur argent en le plaçant dans un compte épargne. Comme l'explique Sobel (1975, p. 169), « such low rates could hardly compensate investors for their losses through inflation. A bank account made less sense each month, as inflation continued, and yet, most Americans saw little else to do with their surplus funds »

(Sobel, 1975, p. 169). Ainsi, durant cette période au cours de laquelle les individus perdirent non seulement leur pouvoir d'achat, mais également leur avantage en matière d'épargne, les revues financières et les chroniqueurs financiers en vinrent à s'intéresser à ce problème et à proposer aux gens de procéder à l'achat d'actions afin de remédier à l'inflation (Sobel, 1975). La logique de ces défenseurs des marchés financiers était alors fort simple : les surprofits que les corporations avaient engrangés durant la guerre s'étant traduits par une augmentation des dividendes et par le paiement régulier de ceux-ci, il s'avérait selon eux beaucoup plus avantageux pour les petits épargnants d'acquérir des actions, puisque celles-ci assuraient un retour sur investissement largement supérieur au taux d'intérêt offert par les banques.

Voyant dans ce contexte inflationniste et dans cette promotion médiatique une opportunité de relancer son entreprise, Merrill Lynch – l'une des plus grandes firmes de courtage états-uniennes – se lança alors dans une campagne visant à augmenter son *commercial goodwill* (Sobel, 1965, 1975, 1977; Tarflet, 2013). Expliquant la nouvelle philosophie qu'entendait mettre en place sa firme, Merrill déclara :

« Our business is people and their money. We must draw the new capital required for industrial might and growth not among a few large investors but from savings of thousands of people of moderate incomes. We must bring Wall Street to Main Street – and we must use the efficient, mass-merchandising methods of the chain store to do it » (cité dans Tarflet, 2013, p. 62).

La campagne dans laquelle se lança alors de Merrill Lynch, afin d'attirer ces petits investisseurs prêts à retourner sur les marchés financiers, reposa alors sur un principe assez simple : transformer l'image négative que se faisait la population des courtiers en « professionnalisant » les activités de ces derniers. De façon plus spécifique, nous dit Sobel (1975, p. 178), « realizing that the broker was the most significant person in the organization, since he represented the firm insofar as clients were concerned, Merrill scrapped the old ways and fashioned new ones that he hoped would create a feeling in confidence investing ».

Afin de regagner la confiance de ceux que l'on avait alors coutume d'appeler les « little guys » et de les inciter à investir, Merrill Lynch modifia alors sa façon de procéder sur plusieurs points. D'abord, les frais d'ouverture de compte qui, jusqu'alors, avaient découragé les plus petits investisseurs à avoir recours aux services d'un courtier furent abolis (Sobel, 1975). Ensuite, plutôt que d'utiliser le terme « courtier » pour référer à ceux qui faisaient directement affaire avec les clients, Merrill Lynch se mit à utiliser un nouveau terme, n'ayant encore aucune connotation négative, soit celui de « chargé de compte » (*account executive*) (Sobel, 1975; Tarflet, 2013). Autre transformation importante : plutôt que d'être payés à la commission, comme c'était le cas dans les autres firmes de courtage, ces chargés de compte eurent droit à un salaire hebdomadaire fixe (Sobel, 1975; Tarflet, 2013). Par cette mesure, Merrill Lynch souhaitait montrer au public que ces derniers travaillaient non pas pour leurs propres intérêts, mais pour celui des individus qui utilisaient leurs services. Notons toutefois que cette idée selon laquelle les chargés de compte se voulaient au service de leurs clients était beaucoup plus un coup d'éclat qu'une restructuration en profondeur puisque, en bout de piste, les plus performants avaient droit à un bonus, alors que les moins efficaces se faisaient quant à eux licencier (Sobel, 1975). En dépit de son caractère illusoire, cette mesure fut néanmoins l'objet d'une importante campagne publicitaire. En effet, afin de faire connaître cette façon particulière de procéder, la firme acheta plusieurs espaces publicitaires dans les journaux et produisit des brochures qui furent massivement distribuées à la population. Or, la restructuration des activités de courtage ne s'arrêta pas là : en plus de donner une formation aux chargés de compte pour que ceux-ci agissent de façon uniforme envers les clients, Merrill leur interdit toute forme de vente à pression. Plutôt, ils furent tenus de ne recommander que les titres suggérés par les analystes financiers que Merrill recruta alors en masse (Sobel, 1975; Tarflet, 2013)⁴⁶. Grâce à l'ensemble de ces mesures, la firme parvint à augmenter de façon considérable son

⁴⁶ C'est à cette époque que les théories financières fondamentalistes et stochastiques apparurent. Pour une histoire de ces théories, voir Sobel 1968 et 1977.

commercial goodwill et, ce faisant, à attirer un nombre très important de clients. Pour reprendre les termes de Sobel (1965, p. 335), « Merrill made the purchase of securities “respectable” after the lean thirties. He reintroduced the Street to the small investors, and was the best symbol of what was later called People’s Capitalism ». Plus encore, poursuit-il (1975, p. 173), « just as the elder Morgan had help refashion investment banking and became the spokesman for the industry, so Merrill did the same for commission brokerage ». Dans le contexte inflationniste dans lequel la nation états-unienne était alors plongée, la restructuration dans laquelle Merrill Lynch s’était engagée pour attirer les « little guys » connut une réussite notoire. Devant un tel succès, c’est l’ensemble des firmes de courtage membres du club qui, bientôt, adopta la façon de procéder de Merrill Lynch (Sobel, 1969, 1975, 1977; Tarflet, 2013).

Dans la foulée, la NYSE s’engagea elle aussi dans une entreprise de bonification de son *commercial goodwill* et mit alors en place la campagne intitulée « Own Your Share of American Business » (OYS). Dans le cadre de cette campagne ayant pour but d’attirer les petits investisseurs en améliorant la réputation de l’organisation, on abandonna le terme de « *stockholder* », alors connoté négativement, au profit du terme « *shareholder* », alors jugé plus neutre (Tarflet, 2013). Aussi, on encouragea dès lors les individus à devenir actionnaires et, pour ce faire, à ouvrir un compte avec les firmes de courtage membres de l’organisation. Au niveau idéologique, on fit alors appel à l’esprit patriotique des individus. Plus exactement, la NYSE insista sur l’idée selon laquelle l’achat d’actions était sans aucun doute le meilleur moyen de lutter contre le communisme. Comme le déclara d’ailleurs Keith Funston, alors président du Club: « I believe with all my heart that a nation of capitalists – and certainly anyone who owns one share of stock or one thousand is a capitalist – is an effective answer to communism’s false doctrines » (cité dans Tarflet, 2013, p. 11). Selon Tarflet (2013, p. 10), la campagne marketing Own Your Share connut un réel succès: « [it] boost[ed] business and strengthen[ed] the NYSE as a citadel of capitalism ».

Dans les premières années de la campagne OYS et de la refonte des activités des firmes de courtages, ce sont essentiellement les titres dits « *blue chips* », soit les titres de compagnies cotées à la NYSE, établies depuis longtemps et dont les preuves n'étaient plus à faire, qui connurent le plus grand succès auprès des petits investisseurs. (Sobel, 1975, 1977; Tarflet, 2013). Deux raisons permettent d'expliquer la popularité de cette catégorie spécifique d'actifs financiers. D'abord, les compagnies se rapportant à de tels titres avaient prospéré durant la guerre et offraient par conséquent des dividendes élevés et stables. Ensuite, afin de bonifier leur propre *commercial goodwill*, les firmes de courtage de la NYSE lancèrent un programme d'achat d'actions tout à fait original pour l'époque : le Monthly Investment Plan (MIP), soit un plan permettant aux individus d'investir une somme d'argent mensuelle fixe dans des actions de compagnies cotées à la NYSE (Sobel, 1975 ; Tarflet, 2013). Plus spécifiquement, explique Tarflet (2013, p. 117), « it was designed to permit people to invest a set sum of money every month – or every quarter if they preferred – and to acquire for that money full or fractional shares of any stock listed on the New York Stock Exchange, except those sold in ten-share units ». Pour reprendre les termes de Louis Engel, alors partenaire et vice-président de la firme Merrill Lynch, « MIP is a method of buying stock by the dollars' worth; regardless of how the price may change from month to month, just as you buy \$2.00 or \$3.00 worth of gasoline, regardless of what the per-gallon price is » (cité dans Tarflet, 2013, p. 117). En ce sens, ceux qui achetaient un MIP possédaient eux-mêmes les actions des compagnies cotées à la NYSE. Autrement dit, ils en étaient actionnaires. Si, en principe, tout un chacun pouvait investir dans un MIP, ce plan s'adressait avant tout à une catégorie bien spécifique de petits investisseurs, soit ceux qui n'avaient pas les fonds nécessaires pour s'offrir un « *round lot* », à savoir un lot de cent actions d'une même compagnie. Conçu spécialement pour eux, le MIP permettait ainsi aux « *little guys* » d'acheter des « *blue chips* » en dépit de leurs modestes moyens. Comme l'explique Tarflet (2013, p. 111), « the NYSE tailored MIP to the littlest of the little investors ».

En raison de sa campagne publicitaire particulièrement agressive, Merrill Lynch devint la plus importante firme de courtage fournissant des MIP (Tarflet, 2013). Dans une publicité diffusée dans plus de 170 journaux et magazines, on pouvait lire ceci :

« At Last, You Can Be an Investor for Only \$40 a Month! That's right. You can start buying stocks on our "pay-as-you-go" plan for just \$40 a month – or even \$40 every three months. Just fill out the coupon below, and we'll send you a membership blank together with our booklet which gives you complete details on the Monthly Investment Plan » (cité dans Tarflet, 2013, p. 114).

Dans la première semaine de la campagne publicitaire, Merrill Lynch ouvrit près de 12 000 comptes MIP. Ce plan d'investissement devint si populaire auprès de la population que, dans la foulée de la campagne OYS, on en vint même à parler de l'avènement d'un « *people capitalism* ».

Pour les courtiers de la NYSE, l'apparition des MIP fut très lucrative, puisque les frais de commission, associés aux transactions accomplies pour le compte de clients investissant par l'entremise d'un tel plan, étaient beaucoup plus élevés que ceux associés aux transactions de « *round lot* » (Tarflet, 2013). Pour les spécialistes, les MIP ne pouvaient alors qu'être bénéfiques, puisque chaque firme de courtage désirant acheter ces « *blue chips* » pour le compte de leurs nouveaux clients se voyait dans l'obligation de passer par eux pour y parvenir. Grâce à l'intervention de Merrill Lynch et du retour concomitant des petits investisseurs sur le marché des titres, les spécialistes pouvaient à nouveau empocher des profits.

Or, la nouvelle prospérité des spécialistes ne dura pas longtemps, et ce, pour deux raisons conjointes. D'abord, au sortir de la Seconde Guerre mondiale, un nombre important de nouvelles corporations engagées dans la production de nouveaux biens de consommation de masse furent créées. Pour obtenir des fonds, ces corporations émergentes se tournèrent alors massivement vers les marchés financiers. Ainsi, à partir de 1945, le nombre de nouvelles émissions commença à augmenter.

Or, ces nouvelles actions émises ne furent jamais négociées à la NYSE. En effet, en raison de son processus formel de sélection des titres et des conditions qu'elle imposait aux entreprises désirant être cotées, l'organisation n'accepta jamais que les actions de ces corporations considérées comme louches y soient cotées. Ce faisant, c'est sur les marchés OTC, l'AMEX ou les bourses régionales qu'elles étaient alors négociées. Si, au sortir de la Seconde Guerre mondiale, cette situation ne s'avérait en rien menaçante pour les spécialistes, au moment où les « little guys » reprirent de plus en plus confiance dans les marchés financiers et qu'ils furent prêts à investir dans des titres offrant une plus grande possibilité de gains spéculatifs, les « blue chips » négociés à la NYSE furent par ailleurs abandonnés au profit des actions des corporations émergentes. Se tournant dès lors de plus en plus vers les marchés OTC et l'AMEX pour satisfaire leurs clients, les firmes de courtage membres eurent de moins en moins recours à la NYSE, et ce, au plus grand dam des spécialistes.

Le déclin de la prospérité des spécialistes fut renforcé par un second phénomène, soit l'émission de titres par les petites firmes de courtage elles-mêmes. Bien que celles-ci aient souvent essayé de se lancer dans de telles pratiques d'émission, elles n'y étaient jamais parvenues en raison des banques d'investissement qui, jusqu'alors, avaient réussi à contrôler ce champ d'activités. Or, accusées de pratiques anticoncurrentielles en vertu du Sherman Antitrust Act de 1890, les banques d'investissement furent l'objet d'une poursuite judiciaire de la part du Département de Justice durant la période inflationniste qui nous concerne. Si, au final, le jugement rendu par le juge Harold Medina leur fut favorable, il n'en demeure pas moins que le procès s'échelonna de 1947 à 1953. Afin d'apparaître comme exemplaires aux yeux de la Cour, les grandes banques d'investissement abandonnèrent bon nombre de leurs pratiques anticoncurrentielles au cours de cette période. Voulant tirer profit de la vague de création de nouvelles corporations qui avait alors lieu, plusieurs firmes de courtages membres de la NYSE profitèrent ainsi de la situation dans laquelle étaient plongées les grandes banques d'investissement et se mirent alors à émettre elles aussi

des actions. Revendant par la suite ces titres à leurs clients sans passer par la NYSE, cette pratique éroda encore davantage le pouvoir des spécialistes. Comme l'explique Sobel (1975, p. 171),

« Now, the large commission houses, led by Merrill Lynch, posed a threat to both [old-line investment banks and specialists]. More daring and less prudent than the older investment banks, they sought underwritings to enhance their profits, but also to provide "products" to their salesmen. »

Au tournant des années 1950, on assista donc à une transformation de la structure de pouvoir à l'intérieur de la NYSE : les firmes de courtage membres qui, par le passé, avaient vu leur influence s'éroder au profit de celle des spécialistes retrouvaient enfin leur position dominante d'autrefois. C'était maintenant elles qui bénéficiaient des transactions spéculatives et qui en récoltaient les fruits via les frais de commission.

Voyant leurs opportunités de profit leur échapper, les spécialistes, ayant encore une certaine influence sur les processus décisionnels, proposèrent alors d'amender la constitution de la NYSE. Selon Sobel (1975) et Seligman (1982), trois amendements furent alors adoptés, lesquels eurent pour conséquence de restituer le pouvoir des spécialistes au sein du Governing Committee et de le consolider. Le premier amendement consista à étendre la période de non-éligibilité au poste de gouverneur pour les personnes ayant déjà cumulé deux mandats consécutifs. Avant que cet amendement ne soit adopté, les individus ayant effectué deux mandats de suite à titre de gouverneur devaient attendre un an avant de pouvoir se représenter aux élections. Désormais, ils devaient attendre deux ans. Cet amendement ne donna pas directement plus de pouvoir aux spécialistes faisant déjà partie du Governing Committee. Cependant, il permit à ces derniers d'empêcher la réélection de membres provenant du public et des firmes de courtage, et de les remplacer par d'autres spécialistes. La seconde modification consista quant à elle à empêcher les partenaires spéciaux des firmes de courtage d'être éligibles au poste de gouverneur. Puisque les firmes de courtage avaient de nombreux partenaires de ce genre et que les spécialistes

en avaient pour leur part très peu, cette modification augmenta considérablement l'influence de ces derniers. Le troisième et dernier amendement transféra pour sa part le pouvoir de former des sous-comités et d'en désigner les membres, du président aux gouverneurs. Selon Sobel (1975), c'est cette modification qui permit aux spécialistes de véritablement reprendre le contrôle de la NYSE, puisqu'elle autorisait désormais les membres du Governing Committee, dominé à nouveau par les spécialistes en vertu des deux premiers amendements, de mettre leurs semblables sur les autres instances décisionnelles du Club.

Ces amendements furent adoptés sans que la SEC ne soit consultée. À une certaine époque, une telle manœuvre aurait très certainement suscité la grogne de la Commission et du Congrès, lesquels auraient répliqué en menaçant la NYSE d'appliquer d'importantes sanctions en vertu de la loi antitrust. Or, au tournant des années 1950, aucune attention de la part de la SEC ni de la part de Washington ne fut portée à de telles modifications. En effet, alors que l'élite politique et économique croyait encore que la finance n'était plus nécessaire au développement du capitalisme et que, de ce fait, la NYSE vivait ses derniers jours, la SEC devint de moins en moins intéressée par Wall Street, ce qui se traduisit par une disparition quasi complète des efforts déployés par cette dernière pour réformer le *going concern* et ainsi empêcher les spécialistes de mettre en place des *working rules* allant à l'encontre du *due process of law* (Sobel, 1975 ; Seligman, 1982 ; Tarflet, 2013). En fait, la SEC devint si inactive qu'elle fut même déplacée de Washington à Philadelphie. En outre, en 1955, le nombre d'employés œuvrant au sein de la commission atteignit le plus bas niveau depuis sa formation en 1934 : seulement 650 travailleurs, contre 1683 en 1941 (Tarflet, 2013). Dans ce contexte, les spécialistes purent donc ignorer la SEC et le Congrès, regagner le pouvoir qui leur avait été dérobé sous Roosevelt lors du « second New Deal » et ainsi monopoliser les transactions accomplies sur le parquet de la NYSE.

4.5 Conclusion

Dans ce chapitre, nous nous sommes intéressés à la consolidation du pouvoir des spécialistes au sein du Governing Committee de la NYSE. Nous avons vu que trois événements historiques participèrent à une telle consolidation, à commencer par la crise de 1929. En effet, dans sa volonté d'encadrer les pratiques spéculatives qui avaient conduit à la constitution et à l'éclatement de la plus grande bulle spéculative de l'histoire des États-Unis, Roosevelt mit en place plusieurs réglementations, dont celle qui mena à la création de la SEC. Utilisant à leur avantage le principe d'autorégulation boursière alors prôné par la Commission, les spécialistes mirent aussitôt de l'avant une *working rule* spécifiant le capital minimum requis pour accomplir une telle fonction et une autre obligeant les courtiers à transiger avec eux. Ce faisant, les spécialistes parvinrent donc à consolider leur pouvoir et à exercer un contrôle total sur les transactions accomplies par les courtiers de la NYSE.

Nous avons également vu que le deuxième événement ayant participé à la consolidation du pouvoir des spécialistes fut la Seconde Guerre mondiale. En effet, afin de favoriser la production militaire, Roosevelt mit en place un ensemble de politiques économiques qui, par son impact des plus négatifs sur l'émission de nouveaux titres, conduisit à la déchéance de la NYSE. Dans le but de minimiser les dommages collatéraux induits par les mesures de guerre, de nouvelles règles de négociation furent dès lors mises en place afin d'assurer la survie des spécialistes et des courtiers, dont l'augmentation des frais de commission et la diminution des frais devant être déboursés par chaque membre.

Le dernier phénomène ayant participé à la consolidation du pouvoir des spécialistes sur lequel nous nous sommes penchés fut la crise inflationniste de la fin des années 1940 et l'avènement concomitant du « *people capitalism* ». En effet, durant cette époque au cours de laquelle les « *little guys* » revinrent massivement sur le marché des titres, et où les courtiers effectuèrent dorénavant des transactions pour

le compte de leurs clients sans passer par la NYSE, les spécialistes perdirent alors une grande part de leurs opportunités de profit. Pour conserver leur pouvoir, les spécialistes mirent dès lors en place des *working rules* leur permettant d'investir encore davantage le Governing Committee, et, par conséquent, de prendre toujours plus de décisions en leur faveur, et ce, sans que la SEC n'intervienne d'aucune manière.

Or, lorsque les investisseurs institutionnels firent leur apparition sur le marché des actions et qu'ils remirent radicalement en cause les opportunités de profit des spécialistes, ceux-ci utilisèrent leur position privilégiée et mirent alors en place des mesures anticoncurrentielles afin de conserver coûte que coûte leur monopole. Comme nous allons le voir dans le prochain chapitre, c'est la croisade de la SEC contre les spécialistes de la NYSE qui permit le développement d'une pratique à l'époque encore très marginale : le HFT.

CHAPITRE V

LA DISSOLUTION DU MONOPOLE DES SPÉCIALISTES DE LA NYSE : Du DÉVELOPPEMENT DU HFT À LA FORMATION DE BOURSES MULTINATIONALES GÉANTES

[T]he sharks were starving. They needed food to survive. Of course, the solution amounted to nothing less than feeding Uncle Joe and Aunt Millie to the sharks.

Scott Patterson,
Dark Pools

5.1 Introduction

Dans le chapitre précédent, nous nous sommes intéressés aux différents événements historiques ayant conduit à la consolidation du pouvoir des spécialistes au sein du Governing Committee de la NYSE et à la façon dont cette consolidation permit à ces derniers d'augmenter leurs opportunités de profits, voire de monopoliser ces opportunités. Nous avons alors vu que c'est entre autres choses l'abandon de la chasse aux pratiques anticoncurrentielles par la SEC qui permit à ces derniers d'acquérir autant de pouvoir.

Or, parce que les spécialistes parvinrent à former un « cartel dans un cartel », à savoir un groupe poursuivant ses intérêts propres et possédant la capacité à mettre en place des *working rules* en sa faveur, leur existence devint progressivement une source potentielle de conflit au sein de l'organisation. Si ces conflits demeurèrent quasi inexistantes au moment où les « *little guys* » constituaient le principal bassin de spéculateurs, cette situation changea rapidement avec l'arrivée massive des

investisseurs institutionnels sur le marché des actions. En effet, en raison de leur mode opératoire particulier, ces investisseurs remirent rapidement en cause les opportunités de profits des spécialistes. Pour conserver leur monopole, les spécialistes utilisèrent alors leur position privilégiée et mirent en place un ensemble de *working rules* anticoncurrentielles qui, défavorables aux courtiers, obligea ces derniers à s'engager dans des transactions stratégiques en vue de répondre aux besoins des investisseurs institutionnels.

Or, les pratiques adoptées par les courtiers pour contourner les règles mises en place par les spécialistes entraînèrent rapidement un ensemble de perturbations qui, à la fin des années 1960, conduisirent à une crise financière d'une ampleur similaire à celle de 1929. Dans ce contexte, la SEC renaquit de ses cendres et partit en croisade non pas contre les spécialistes de la NYSE, mais plutôt contre les courtiers. Cependant, lorsque, à la fin des années 1990, les *Electronic Communication Networks* et le HFT firent leur apparition, la SEC, désormais bien active, changea sa cible et s'attaqua aux pratiques anticoncurrentielles des spécialistes. Avec l'érosion de leur monopole, c'est le HFT qui prit de l'ampleur.

Dans ce chapitre, nous nous intéresserons à la dissolution du monopole des spécialistes par l'intervention de la SEC et à la façon dont cette dissolution permit le développement du HFT. Dans un premier temps, nous allons porter notre regard sur l'arrivée des investisseurs institutionnels sur le marché des actions et à la façon dont ils érodèrent les opportunités de profit des spécialistes. Nous verrons alors que, pour conserver leurs avantages, ceux-ci mirent en place un ensemble de *working rules* anticoncurrentielles qui, défavorables aux courtiers, obligea ces derniers à les contourner au moyen de comportements stratégiques. Dans un deuxième temps, nous nous intéresserons à l'euphorie spéculative induite par les mesures anticoncurrentielles mises en place par le Governing Committee de la NYSE et les pratiques stratégiques des courtiers, de même qu'à la façon dont cette euphorie,

combinée à l'inadaptation de la structure du *going plant* de l'organisation et de celle des firmes de courtage, conduisit à la crise financière de la fin des années 1990 et à la renaissance de la SEC. Dans un troisième temps, nous nous intéresserons au développement d'une nouvelle forme d'organisation boursière nommée « *Electronic Communication Networks (ECN)* » et à l'apparition du HFT sur ces mêmes plateformes. Nous verrons alors que, pour favoriser le développement de cette pratique fort lucrative, laquelle dépendait de la négociation des titres *blue chips* sur les ECN, les propriétaires de ces plateformes firent pression sur la SEC pour que celle-ci mette un terme au monopole des spécialistes de la NYSE. Nous nous intéresserons alors aux réglementations mises en place par la SEC afin de dissoudre le monopole de ces derniers et à la façon dont elles permirent le développement du HFT sur les ECN. Dans un quatrième et dernier temps, nous montrerons que le développement du HFT sur les ECN ne fut pas sans effet sur la NYSE et, plus largement, sur l'ensemble des bourses nationales et internationales. Nous verrons en effet que, n'assistant pas à leur déchéance de façon passive, les spécialistes, encore majoritaires sur le Governing Committee de la NYSE, décidèrent de démutualiser l'organisation et de fusionner avec le ECN lui faisant le plus concurrence. Dans un effet boule de neige, ce processus de fusion-acquisitions entraîna d'autres, lesquels culminèrent dans la formation d'organisations boursières multinationales géantes tournées vers la satisfaction des besoins des négociateurs haute fréquence, et ayant le pouvoir d'influencer les réglementations en leur faveur et/ou de fuir celles susceptibles de miner leurs opportunités de profit.

5.2 La remise en cause du monopole des spécialistes de la NYSE par l'arrivée des investisseurs institutionnels sur le marché des actions et l'adoption de mesures anticoncurrentielles par le Governing Committee

L'arrivée des investisseurs institutionnels sur le marché des actions remet radicalement en cause le monopole des spécialistes. Pour en donner une définition simple, les investisseurs institutionnels sont des intermédiaires financiers non bancaires qui collectent l'épargne des particuliers dans le but de le placer sur les marchés financiers et d'en dégager un rendement (Sauviat, 1999 ; St-Onge, 2011). La séquence financière adoptée par ces investisseurs est somme toute assez simple : l'épargne individuelle est collectée par un fonds pour ensuite être investie dans un portefeuille de titres dont la gestion est déléguée à un gestionnaire interne ou à un gestionnaire professionnel externe, comme une banque (Sauviat, 1999; St-Onge, 2011). Dès lors, c'est la plus-value générée par les rendements obtenus sur les marchés qui est redistribuée aux épargnants.

Il existe trois grandes catégories d'investisseurs institutionnels : les fonds de pension, les compagnies d'assurances et les fonds mutuels. Les fonds de pension collectent l'épargne salariale sous forme de cotisations fixes et préétablies. Les prestations sont par la suite versées aux salariés au fur et à mesure que ceux-ci quittent pour la retraite⁴⁷. Dans le cas des compagnies d'assurances, ce sont les primes d'assurance des particuliers qui, transformées en capital financier, sont placées sur le marché des titres en vue d'en dégager des profits sous forme de rendement. Les fonds mutuels procèdent pour leur part à la collecte de l'épargne individuelle sur une base volontaire. Plutôt que de participer au fonds par une simple cotisation, les épargnants en deviennent ici propriétaires (Fink, 2008; Lefrançois, 2012). Dans le passage suivant, Lefrançois (2012, p. 10) explique bien le *modus operandi* de ce type particulier d'investisseur institutionnel :

⁴⁷ Selon St-Onge (2011), les fonds de pension sont dotés d'un « double visage », et ce, parce qu'ils reposent sur une logique contradictoire. « D'un côté, explique-t-il (p. 1), ils sont effectivement destinés à procurer aux salariés un revenu complémentaire de retraite et relèvent donc à ce titre de la logique de la protection sociale. Cependant, puisque ce revenu complémentaire de retraite est assuré par des rendements financiers reposant sur la capitalisation boursière, les fonds de pension relèvent aussi de la logique financière. L'expression le "double visage des fonds de pension" renvoie donc à la coexistence de ces deux logiques interdépendantes et contradictoires au sein de la même entité ».

[U]n [fonds mutuel] est généralement constitué par un promoteur lançant un appel public à l'épargne. Le flux d'épargne reçu est ensuite converti en capital qui se voit valorisé par des placements. Contre les versements qui lui sont faits, le fonds émet des parts. Les épargnants qui participent à un fonds partagent les frais de gestion, les revenus, les gains et les pertes du fonds en fonction du nombre de parts qu'ils détiennent [...]. Contrairement à des actions ordinaires, ces parts sont potentiellement illimitées et achetables au fonds à tout moment. Elles ne représentent pas les montants versés par les épargnants, mais bien une part du capital formé par tous les cotisants, part dont la valeur est liée à la valeur boursière actualisée du fonds. L'épargne ainsi amassée et métamorphosée en capital financier fait l'objet d'une gestion active et professionnelle et est investie dans un portefeuille de titres variés [...]. Un [fonds mutuel] réalise des profits par les dividendes accompagnant les titres qu'il détient et par les gains de capitaux réalisés par leur vente sur les marchés secondaires. Les porteurs de parts de fonds obtiennent, sur une base annuelle, trimestrielle ou semi-annuelle, une part de ces gains proportionnelle au nombre de parts qu'ils détiennent dans le fonds. Ils peuvent aussi généralement revendre leurs parts au fonds, qui leur verse alors le pourcentage du fonds qu'ils détiennent.

S'il existe trois grandes catégories d'investisseurs institutionnels, soit les fonds de pension, les compagnies d'assurances et les fonds mutuels, ce sont ces derniers qui connurent le plus grand développement au sortir de la Seconde Guerre mondiale. Ayant vu le jour dans les années 1920, plusieurs facteurs permirent par la suite à ces derniers de se développer. D'abord, parce qu'ils utilisaient à l'époque un très faible effet de levier, ces fonds gagnèrent très rapidement en popularité après le krach de 1929 (Fink, 2008). Ensuite, parce que les fonds mutuels émettaient des titres, ils furent très avantagés par la création de la SEC en 1934. En effet, à partir de cette date, les titres de propriété émis par les fonds mutuels devinrent eux-mêmes réglementés par cette instance, ce qui ne manqua pas de rassurer les épargnants et d'en attirer un nombre toujours plus grand (Fink, 2008). Le troisième facteur fut le Revenue Act de 1936, et ce, pour une raison bien précise : cette législation mit fin à la politique fiscale qui, jusqu'alors, imposait les gains en dividendes à 100 %⁴⁸ (Fink, 2008 ; Traflet, 2013). Ce faisant, elle permit dès lors aux actionnaires de fonds mutuels de recevoir leurs prestations sans que celles-ci ne soient imposées. En vertu de cette mesure, ces fonds devinrent très populaires auprès des épargnants

⁴⁸ En 1935, ce taux d'imposition fut néanmoins réduit à 90 % par Roosevelt (Fink, 2008).

individuels. Le dernier facteur qui favorisa le développement des fonds mutuels fut la mise en place du Investment Company Act de 1940 en vue d'encadrer les pratiques des gestionnaires (Fink, 2008 ; Traflet, 2013). En fait, cette mesure leur fut très favorable, puisqu'elle permit aux épargnants encore ébranlés par la crise de 1929 de regagner confiance en la capacité des gestionnaires à agir dans l'intérêt de leurs mandants (Traflet, 2013). À la lumière de ce qui vient d'être dit, on comprend que, si les fonds mutuels émergèrent dès 1924, ce sont néanmoins les facteurs présentés ci-haut qui permirent à ces derniers de se développer.

Bien que les fonds mutuels connussent un développement important durant les années 1940, leur présence sur les marchés des actions demeurait toutefois très limitée. Soumis à la Prudent Man Rule de 1830, à l'origine mise en place en vue d'encadrer les activités des *trust managers*, les gestionnaires de fonds institutionnels n'étaient à cette époque effectivement pas autorisés à intégrer des actions dans les portefeuilles des épargnants (Traflet, 2013; Welles, 1975; Fink, 2008). Comme le souligne Traflet (2013, p. 81), « the philosophy was that institutions had a profound responsibility to be careful in their investing choices because preserving capital was critically important when dealing with "other people's money" ». Les actions étant alors considérées comme une catégorie d'actifs financiers risqués, elles étaient alors délaissées par les gestionnaires de fonds au profit des obligations d'État. Dans le passage suivant, Traflet (2013, p. 81) nous donne quelques statistiques sur le pourcentage d'actions détenu par chaque catégorie de fonds :

Life insurance companies and mutual saving banks held a mere 1.3% and less than 1% respectively, of their assets in common stock. Private pension funds, too, historically had purchased little stock; at the end of World War II, pension funds held less than \$300 million of either common stock or preferred stock, which translated to a mere one-tenth of their total assets and only one-fifth of 1% of all corporate stock outstanding.

Or, ce comportement prudentiel fut peu à peu délaissé au tournant des années 1950, et ce, pour plusieurs raisons, la première étant la volonté de palier les

effets négatifs de l'inflation sur les épargnants (Welles, 1975; Tarflet, 2013). En effet, dans un contexte où les obligations d'État devenaient de moins en moins rentables, la plupart des gestionnaires de fonds abandonnèrent rapidement les titres de dette publique au profit de titres de propriété, alors jugés beaucoup plus avantageux (Welles, 1975).

La deuxième raison qui conduisit les fonds mutuels à avoir de plus en plus recours aux actions fut l'amendement du Prudent Man Rule. En effet, pour que ces investisseurs puissent réellement se tourner vers ce type d'actifs financiers, la loi de 1830 devait nécessairement être modifiée. Ainsi, en 1949, l'État de New York fut le premier à autoriser les gestionnaires de fonds à investir l'épargne massifiée de leurs clients dans des actions (Tarflet, 2013). À partir de cette date, il leur fut permis d'investir 35 % des fonds gérés en titres de propriété. En 1951, ce fut au tour des compagnies d'assurances new-yorkaises de demander à ce que la législation soit modifiée afin de leur permettre d'investir au moins 2 % de leurs actifs en actions. Devant le succès financier des investisseurs institutionnels de New York, les autres États emboîtèrent rapidement le pas et permirent eux aussi à cette catégorie d'acteurs d'investir le marché des actions.

Un troisième élément qui favorisa l'entrée des investisseurs institutionnels sur les marchés des actions fut l'influence qu'eut sur eux la théorie du portefeuille de Harry Markowitz (Tarflet, 2013 ; Boltanski et Chiapello, 1999). En fait, cette théorie trouva un écho favorable parmi les gestionnaires de fonds pour deux raisons conjointes : non seulement elle stipula qu'il était possible de minimiser les risques en maintenant un portefeuille de titres bien diversifié, mais elle proposa également des outils mathématiques pour quantifier et calculer le niveau de diversification requis. Comme les gestionnaires de fonds étaient alors tenus de demeurer prudents, ou encore, de minimiser les risques liés aux investissements réalisés pour le compte de leurs clients, les postulats de Markowitz eurent une influence considérable sur eux.

Or, publiant son article en 1952, dans un contexte inflationniste, Markowitz insista alors sur le fait que c'étaient les actions, et non les obligations, qui représentaient le meilleur type d'investissement à long terme, et que, pour cette raison, c'était ce type d'actifs financiers qui, sous forme diversifiée, devait constituer le portefeuille. Ce fut donc vers ce genre de titres de propriété que choisirent de se tourner les investisseurs institutionnels, convaincus du bien-fondé de cette théorie.

Le dernier élément ayant favorisé l'arrivée des investisseurs institutionnels sur le marché des actions fut la campagne de démarchage mise en place par la NYSE afin d'augmenter son *commercial goodwill* et de les attirer. Selon Tarflet (2013, p. 81),

Cultivating more institutional equity investing was another way for the NYSE to enhance profitability for member brokerage firms. Institutional investing also could help the NYSE achieve broader shareownership, by providing the public with another, albeit less direct, route into the stock market.

Voyant donc les investisseurs institutionnels comme une source non négligeable de profit, le Club en vint donc à courtiser ces derniers afin de les convaincre d'investir l'épargne de leurs déposants dans les titres cotés à la NYSE.

Pour toutes ces raisons, les investisseurs institutionnels firent donc leur apparition sur le marché des actions, et plus particulièrement, sur le marché des titres « *blue chips* ». En effet, les actions des grandes corporations, telles que General Motors, AT&T et Standard Oil of New Jersey, devinrent particulièrement populaires auprès de ces investisseurs, et ce, pour une raison fort simple : les titres dans lesquels ils investissaient l'argent des épargnants se rapportaient à des entreprises solidement établies et généraient des dividendes stables, indépendamment du contexte politique et économique (Welles, 1975; Tarflet, 2013). En se tournant vers ce type d'actifs financiers, les investisseurs institutionnels parvinrent ainsi à générer un profit plus large que celui que leur rapportait leur investissement dans les obligations d'État, tout en conservant un comportement relativement prudent.

Or, en dépit de leur attitude prudentielle et malgré le fait que leurs transactions ne représentaient alors qu'un faible pourcentage du volume total des échanges accomplis à la NYSE, les investisseurs institutionnels perturbèrent néanmoins grandement l'organisation, et ce, pour une raison qui renvoie à leur nature particulière : plutôt que d'accomplir des transactions sur des lots de 100 titres ou moins, comme c'était le cas avec les investisseurs individuels, les investisseurs institutionnels effectuaient quant à eux des blocs de transactions de plus de 10 000 titres en raison de l'épargne massifiée dont ils disposaient. Comme la NYSE avait été créée dans le but de transiger avec des investisseurs individuels, c'est précisément à ce type d'investisseurs que le *going concern* était adapté, et non aux investisseurs institutionnels. Ainsi, lorsque ces derniers firent leur apparition sur le marché des « *blue chips* » et commencèrent à effectuer des transactions en bloc, la NYSE fut totalement désemparée (Tarflet, 2013; Welles, 1975; Sobel, 1975).

La difficulté de la NYSE à réaliser ces blocs d'ordres relevait alors de deux mécanismes qui, par le passé, avaient paradoxalement permis à l'organisation d'augmenter son *industrial* et *commercial goodwill* et de monopoliser les échanges : le système de spécialistes et les frais de commission fixes. Au niveau des spécialistes, cette difficulté se traduisait en fait par l'incapacité de ces derniers à absorber de tels blocs. Deux raisons expliquent cette incapacité. D'abord, en dépit de la *working rule* obligeant toute firme désirant offrir un service de spécialistes à posséder un capital minimum, la majorité d'entre elles ne possédait pas le capital requis pour absorber les blocs d'ordres (Welles, 1975; Tarflet et Gruver, 2015; Sobel, 1975). Ensuite, même les firmes qui possédaient le capital nécessaire pour absorber de tels blocs choisissaient de ne pas s'engager dans ce type particulier de transaction, et ce, pour un motif bien précis : en vertu d'un règlement destiné à protéger les activités des courtiers, il était strictement interdit aux spécialistes de faire du démarchage auprès d'institutions non membres, dont les investisseurs institutionnels (Welles, 1975). Or, sachant qu'un bloc d'ordre acheté à un courtier travaillant pour le compte d'un

investisseur institutionnel ne pouvait se revendre qu'à une catégorie d'investisseurs non membre, soit un autre investisseur institutionnel, même les spécialistes les plus fortunés refusaient alors de s'engager dans les transactions en blocs. Ainsi, plusieurs problèmes découlèrent de l'incapacité des spécialistes à absorber les blocs d'ordres effectués par les investisseurs institutionnels, le plus important étant probablement l'érosion de la liquidité. (Welles, 1975; Sobel, 1975; Traflet et Gruver, 2015; Oesterle, Winslow et Anderson, 1992). Dans un texte publié en 1963 intitulé *Special Study on Securities Markets*, la SEC reconnut d'ailleurs elle-même l'inadaptation du système de spécialistes à cette nouvelle catégorie d'investisseurs et les risques que cela induisait sur le marché des actions.

La difficulté de la NYSE à réaliser les blocs d'ordres effectués par les investisseurs institutionnels relevait également d'un deuxième élément : les frais de commission exorbitants imposés à ces derniers. Historiquement, les frais fixes de commission furent mis en place en vue de tirer profit des activités spéculatives d'individus effectuant des transactions sur des lots de plus ou moins 100 titres. Or, lorsque les institutions arrivèrent massivement sur le marché des actions et se mirent à acheter et vendre des blocs de plus de 10 000 titres, la NYSE refusa néanmoins d'abolir cette politique ou simplement d'offrir un rabais à cette catégorie particulière d'investisseurs. « Commissions, déclara-t-elle, shall be at rates not less than the rates in this Article prescribed; and shall be net and free of any rebate, return, discount or allowance made in any shape or manner, or any method direct or indirect » (Constitution de la NYSE de 1962, citée dans Welles, 1975, p. 68). En vertu de cette règle, les frais de commission devant être déboursés par un investisseur institutionnel désirant échanger 10 000 titres devinrent 100 fois plus importants que ceux qu'il aurait payé pour en échanger un lot de 100, alors que, dans les faits, les coûts engrangés par le courtier pour exécuter la transaction ne devinrent en moyenne que 42 fois plus élevés (SEC, cité dans Welles, 1975, p. 67). Par conséquent, explique

Welles (1975, p. 29), « to broker, large blocks were unconscionably profitable ». Pour preuve, poursuit l'auteur,

The average brokerage house tended to break even on a 100-share trade. On a 200-share trade, it made 17.4 percent profit. On a 1,000-share trade, the margin rose to 42.2 percent and for a 10, 000-share trade it was 58.2 percent. In other words, about half the commission on many institutional trades was pure profit.

Pour remédier à la situation et abaisser les frais de commission exorbitants qu'ils devaient alors obligatoirement déboursier, les investisseurs institutionnels demandèrent ainsi à plusieurs occasions de devenir membre de la NYSE. Or, le Club refusa systématiquement d'acquiescer à ces demandes (Welles, 1975).

En raison des frais de commission élevés et de l'incapacité des spécialistes à s'engager dans des transactions en blocs, un nouveau marché destiné essentiellement à répondre aux besoins particuliers des investisseurs institutionnels fit son apparition : le tiers marché (*third market*). Selon Welles (1975), ce segment particulier du marché OTC entièrement réservé à l'échange de titres cotés à la NYSE comportait alors deux avantages considérables. D'abord, il n'y avait aucuns frais de commission. En effet, sur ce marché, ce n'était pas par le biais de tels frais que les courtiers parvenaient à empocher un profit, mais bien par l'entremise de la fourchette de prix, ou encore, de l'écart entre le prix d'achat et le prix de revente des titres. Ensuite, comme ils étaient en compétition les uns avec les autres, les courtiers œuvrant sur le tiers marché avaient conséquemment tendance à établir des fourchettes de prix toujours plus minces pour attirer des clients. Ce faisant, ce marché particulier était donc des plus avantageux pour les investisseurs institutionnels : non seulement ces derniers parvenaient à s'y procurer les titres cotés à la NYSE, mais ils parvenaient à le faire à moindre coût. À la fin des années 1950, plusieurs d'entre eux choisirent par conséquent de se tourner vers le tiers marché.

Pour les courtiers du club, cette situation était loin de représenter une menace. En effet, chaque fois qu'ils en avaient l'occasion, ils abandonnaient le parquet et se rendaient eux-mêmes sur le tiers marché pour y effectuer au rabais des transactions pour le compte de leurs clients institutionnels. Pour les spécialistes, la situation était tout autre : le tiers marché devait à tout prix être mis en échec, puisqu'en plus de vider le parquet de la NYSE et de leur infliger ainsi des pertes de profits, le tiers marché menaçait l'existence même de leur monopole (Welles, 1975; Sobel, 1975, 1977). En vue de contrecarrer le tiers marché et de conserver leur monopole sur les transactions financières accomplies sur les titres cotés à la NYSE, les spécialistes utilisèrent alors leur position privilégiée sur le Governing Committee pour mettre en place des *working rules* anticoncurrentielles. La première *working rule* adoptée par les spécialistes pour faire obstacle au tiers marché et retrouver leur monopole fut dirigée contre les grandes banques new-yorkaises comptant parmi leurs clients les firmes de courtage (membres et non membres) œuvrant sur les marchés émergents (Welles, 1975; SEC, 1966). Pour bien comprendre cette mesure, rappelons que les firmes de courtage représentent une clientèle très importante pour les banques. En effet, afin de financer l'achat sur marge de leurs clients, ces firmes empruntent régulièrement des millions de dollars aux institutions bancaires. Selon une étude effectuée par la SEC en 1966 intitulée « Rules, Regulations and Practices of National Securities Exchanges Relating to Off-Board Transactions by Member Firms as Agent and Principal in Securities Admitted to Trading on Such Exchanges », « there [was] evidence that significant pressure was put on New York banks in the late 1950' to limit their executions to exchange markets ». Plus spécifiquement, il fut convenu par les gouverneurs de la NYSE que toute banque new-yorkaise ne supportant pas entièrement et inconditionnellement le marché primaire dans les titres cotés à la NYSE verrait ses relations avec les firmes de courtage membres réduites à néant. Pour les banques, cela voulait dire deux choses : que plus aucune firme de courtage membres du *going concern* n'allait contracter de prêt auprès de ces banques et que plus jamais leur département de gestion de fonds ne pourrait avoir recours à

ces firmes pour acheter des titres négociés à la NYSE. Au dire des banques visées par la mesure, poursuit la SEC dans son rapport, « the pressure was effective and the banks did curtail their off-board executions ». Immédiatement après que cette procédure ait été adoptée, explique Welles à l'aide de cet exemple (1975, p. 55), la firme non-membre Weeden & Company

« Stopped receiving orders from a number of banks, including the First National City Bank whose trust departments holds and trades billions in securities. For many years afterward, First National City declined even to check the third market to see if a better price than that on the NYSE could have been obtained for its clients. »

La seconde *working rule* anticoncurrentielle adoptée par les spécialistes pour mettre en échec le tiers marché et conserver leur monopole sur les transactions fut la règle 394 (Welles, 1975; Sobel, 1975, 1977; SEC, 1966; Schaefer et Warner, 1977). En vertu de cette règle, il devint strictement interdit pour tous les courtiers membres du club d'exécuter des ordres d'achat ou de vente se rapportant à des titres cotés à la NYSE sur le tiers marché, sous peine d'expulsion. Pour justifier un tel boycott, « [NYSE officials explained] that investors [were] best served when all orders flow to a single location, like the Exchange floor. By luring orders away from the floor, the NYSE claim[ed], the third market fragmen[t]ed stock trading » (Welles, 1975, p. 55). Notons toutefois qu'en 1977, cette règle fut abrogée et remplacée par la règle 390. En vertu de cette nouvelle *working rule* quelque peu adoucie, l'interdiction pour les membres du club d'effectuer des transactions sur des titres cotés à la NYSE sur le tiers marché ne s'appliqua qu'aux actions enregistrées avant avril 1979 (Kam, Panchapagesan et Waever, 2000).

Ces règles eurent un impact négatif sur les courtiers du club ayant pour clients des investisseurs institutionnels. Pour ne pas perdre leurs privilèges, ces intermédiaires durent alors user de stratégie et mettre en place de nouvelles pratiques qui allaient à la fois leur permettre de continuer à transiger avec cette catégorie particulière d'investisseurs et de demeurer membres du club. Deux nouvelles

pratiques stratégiques furent alors instituées : le *upstair trading* et les *soft dollars*. Mis en place par les firmes de courtage spécialisées dans la négociation de blocs d'ordres en vue d'augmenter leur *commercial goodwill*, le *upstair trading* consistait alors en un mode d'organisation particulier des échanges accomplis pour le compte d'investisseurs institutionnels (Sobel, 1975, 1977; Welles, 1975). Tout en demeurant membres de la NYSE, les firmes de courtage parvenaient ainsi à effectuer des transactions en court-circuitant en partie les spécialistes. En effet, plutôt que de se rendre sur le parquet du *going concern* en question et d'effectuer la totalité d'une transaction en bloc avec un spécialiste, les courtiers se rendaient plutôt dans ce qu'ils avaient alors coutume d'appeler « *the Room* » et, au moyen d'appels téléphoniques, transigeaient alors directement avec les contreparties susceptibles de liquider les blocs d'ordres de leurs clients, ou du moins, une partie de ces blocs (Welles, 1975). Dans la mesure où ils figuraient parmi les contreparties contactées par les firmes de courtage transigeant *upstair* pour le compte d'investisseurs institutionnels, les spécialistes ne s'opposèrent jamais formellement à cette pratique.

Pour augmenter encore davantage leur *commercial goodwill* et ainsi encourager les investisseurs institutionnels à avoir recours à leurs services malgré les frais de commission absolument exorbitants, les courtiers spécialisés dans les transactions en blocs mirent également en place un système de compensation fondé sur l'octroi de privilèges aux gestionnaires de fonds : les « *softs dollars* » (Welles, 1975; Sobel, 1975). Contournant la constitution de la NYSE, les *softs dollars* consistaient en un remboursement des frais de commission défrayés par les investisseurs institutionnels sous une autre forme que monétaire. Or, tandis que ces frais étaient assumés par les propriétaires du fonds – les épargnants –, le remboursement était pour sa part effectué à l'endroit de ses gestionnaires. Ces *softs dollars* dont jouissaient les gestionnaires pouvaient prendre plusieurs formes : des analyses financières, de la vente à pression de parts dans les fonds sous la responsabilité des gestionnaires, du matériel de bureau, ou encore, des produits de

luxé. En vertu de la compétition entre les courtiers pour attirer les investisseurs institutionnels, un processus de surenchère indéfinie de *soft dollars* vit le jour.

Notons que l'utilisation des *soft dollars* comme mode de compensation non monétaire conduisit à une utilisation abusive d'une pratique particulière communément appelée « *give-up* » (Welles, 1975). *A priori* mis sur pied afin d'accommoder les courtiers membres ne pouvant procéder eux-mêmes au règlement-livraison (*clearing*) des actifs financiers achetés-vendus pour le compte de leurs clients, les *give-up* consistaient alors en une pratique permettant à ces derniers de transférer (« *to give up* ») une part de la commission reçue pour la transaction à un autre courtier, soit à celui ayant accepté de prendre en charge ledit processus de règlement-livraison. Au moment où les investisseurs institutionnels firent leur entrée sur le marché des actions et où le système de *softs dollars* fut créé pour attirer les gestionnaires de fonds, les *give-up* furent détournés de leur finalité originale et utilisés par ces mêmes gestionnaires afin de faciliter le transfert des commissions dues aux courtiers leur ayant octroyé des privilèges non monétaires. En effet, parce que le système de *soft dollars* encouragea les gestionnaires de fonds à avoir recours aux services de plusieurs firmes de courtages, le paiement de la part de commissions due à chacune d'entre elles devint très rapidement problématique. Comme l'explique Welles, (1975, p. 75),

« Any large mutual fund was receiving research from several dozen brokerage houses. Its shares were being sold by perhaps hundreds of broker-dealers. Sending soft dollars to all of those firms was very difficult since it required giving each an actual buy or sell order that would generate the precise amount of commission dollars which the broker-dealer was owed. »

Ainsi, pour remédier à la situation, les gestionnaires de fonds en vinrent à payer la totalité de la commission au courtier principal, soit à celui ayant droit à la plus grande rétribution, et à lui déléguer la tâche de transférer par la suite le montant dû à chacun des autres courtiers avec qui les gestionnaires avaient fait affaire. Comme les gestionnaires avaient souvent recours aux services d'intermédiaires non membres et

que la NYSE interdisait le transfert de commission aux courtiers n'appartenant pas au Club, « schemes were developed that were often so complex that only a handful of brokers fully comprehended their intricacies » (Welles, p. 76).

Les *soft dollars* étaient tellement lucratifs pour les gestionnaires de fonds que ceux-ci délaissèrent peu à peu le tiers marché, et ce, même si ce dernier leur permettait d'effectuer les transactions de leurs clients à moindre coût. Dans le passage suivant, Welles (1975, p. 30) résume bien cette situation :

« Since discounting of commissions was prohibited by NYSE rules, brokers viewed to attract institutional business by offering many ostensibly free services in return. Institutional managers found their commission dollars could be used to buy, in effect, everything from hot tips to office furniture to outright kickbacks. The beauty of these reciprocal "soft dollars", as they came to be called, was that they came out of the pockets not of the institutional portfolio managers, but of the beneficiaries of the institution, such as mutual fund shareholders and pensioners. The managers were able to use, or, more accurately, misappropriate, the assets of public investors for their own use. The motivation became compelling for managers to trade actively in big blocks to create more and more soft dollars that would purchase ever larger amounts of free services. »

Ainsi, poursuit l'auteur, au cours des années 1950 et 1960, « the growth in small-investor trading was accompanied by an even more rapid growth of institutional trading, spurred mainly by the performance mania among mutual funds portfolio managers » (Welles, 1975, p. 146). Sans grande surprise, cette situation conduisit à une frénésie spéculative similaire à celle des années 1920, soit à ce que les historiens appellent le Great Bull Market. Or, personne ne remarqua à l'époque que, parce qu'elle était portée par des investisseurs spéculant avec l'épargne massifiée de personnes tierces, cette orgie spéculative était radicalement différente de celle qui avait mené au krach de 1929. En raison de cette incapacité de la NYSE à reconnaître la nouveauté radicale du contexte spéculatif de la fin des années 1960 et à s'y adapter, la frénésie spéculative induite par les *working rules* anticoncurrentielles mises en place par les spécialistes et le système de *soft dollars* auquel elles donnèrent lieu

conduisirent à une crise financière d'une ampleur similaire à celle de 1929. Dans la prochaine section, c'est à cette crise que nous allons nous intéresser.

5.3 La crise financière de 1968-1970 et la croisade de la SEC contre les pratiques des courtiers de la NYSE

5.3.1 Les fondements de la crise

La crise financière de la fin des années 1960 fut le résultat de l'orgie spéculative induite par les *working rules* anticoncurrentielles mises en place par le Governing Committee de la NYSE en vue de conserver le monopole des spécialistes sur les transactions financières et de l'inadaptation du *going plant* de l'organisation et de celui des firmes de courtage à cette même orgie. En effet, afin de conserver leur pouvoir économique, les membres de la NYSE avaient systématiquement refusé de revoir deux importantes *working rules* qui prévalaient encore au sein de l'organisation. La première de ces règles était celle concernant l'utilisation de papier comme support officiel de l'information liée à chaque transaction. En fait, la façon dont les transactions étaient accomplies à la NYSE n'avait jamais changé depuis que le téléphone y avait fait son apparition, soit depuis la fin des années 1870. Comme l'indiqua la SEC dans son rapport intitulé *Special Study* (cité dans Welles, 1975, p. 135), « in spite of its importance, the floor of the NYSE has been untouched by most technological developments of the twentieth century ». Dans le passage suivant, Welles (1975, p. 135) nous explique le mode d'organisation des échanges qui prévalait encore à la NYSE durant les années 1960 :

« [A] customer gives an order to his broker to buy 100 shares of General Electric at a certain price. The broker relay it by telephone or teletype to one of the firm's clerks located at the edge of the trading floor. The clerk, who is not permitted beyond the booth, writes the order – BUY 100 GE – on a form and hands it to a floor broker who works for the firm. The floor broker walks to the particular post, one of twelve horseshoe-shaped counters on the floor, where GE is traded and inquired about the current price. Depending on the customer's instructions and the market price, the broker may announce a bid and execute the order with a matching 100-share sell order for GE from another broker in the crowd of members at the post or he may sell the stock to a specialist in GE. [T]he actual execution is oral. "Sold!" the seller or his representative will yell in response to the bid. No contract is signed. The two parties simply jot down price and the number of shares on a slip of paper which is given to their telephone clerks to relay back to the two parties' representative offices customers. An exchange reporter records the same information and has it relayed to a clerk who keys it into the apparatus that print the transaction on the ticker tape. »

Si, à la NYSE, les transactions étaient accomplies par l'entremise d'une chaîne d'activités humaines plus ou moins spécialisées et gérées par l'entremise de papiers, la technologie pour informatiser ce processus existait néanmoins depuis le début des années 1960. Or, selon Welles (1975), en dépit de l'existence de la technologie, les membres de la NYSE refusèrent toujours que l'organisation procède à l'informatisation de son processus de négociation, et ce, dans un but bien précis : conserver les privilèges qu'ils avaient acquis par le passé. Pour les membres du club, le maintien de cette modalité archaïque de transaction, et de l'empire de papier qui l'accompagnait, se voulait en effet un rempart contre la perte de leur monopole sur les échanges et contre l'ingérence des instances de régulation. Pour les spécialistes, un tel maintien leur permettait de conserver leur position privilégiée et controversée. Pour bien comprendre la façon dont l'empire de papier généré par le processus de négociation qui prévalait alors à la NYSE permettait à ces derniers de conserver les avantages que leur conférait leur position, rappelons que les spécialistes parvenaient à réaliser des gains en tirant avantage de la fourchette de prix qu'eux seuls connaissaient. Bien qu'ils justifiasent alors ces avantages par le mythe de la stabilisation, soit par l'idée selon laquelle leur intervention était essentielle au maintien d'un marché « juste et équitable », plusieurs, dont la SEC, avaient

néanmoins démontré qu'en dépit de la *working rule* établie par la NYSE qui les obligeait à demeurer en place, les spécialistes avaient tendance à fuir lorsque le marché était perturbé et que, ce faisant, ils participaient davantage à la déstabilisation de ce dernier qu'à sa régularisation. Dans un document intitulé *Institutional Investor Study*, la SEC alla même plus loin dans sa critique du système de spécialistes : non seulement elle affirma que ceux qui fuyaient le marché en temps de perturbation empochaient plus de profit que ceux qui demeuraient en place et risquaient leur capital, mais elle avança également que l'allocation des titres entre les spécialistes n'était en rien liée à leur capacité à « faire le marché », mais à leur désir de renforcer leur position. En raison de ces deux allégations, la SEC chercha ainsi pendant des années à collecter des preuves plus substantielles pour monter un dossier contre les spécialistes et ainsi forcer la NYSE à réformer son système. Or, l'instance de régulation se buta à une limite très importante : l'absence d'informations détaillées quant à la nature exacte de la participation des spécialistes dans le processus de transactions. Selon Welles (1975, p. 138), cette absence d'information était justement due à la façon dont étaient accomplies les transactions à la NYSE :

« [T]his unavailability stem[ed] from the haphazard and casual way information on transactions [was] recorded on the Exchange floor. The only data recorded at the time of execution [were] the name of the stock, the number of shares, and the price. No continuous record [was] made of who sold to whom, which brokers or specialists participated in the trade, or whether the floor members involved represented customers or other brokers or traded for their own accounts. Floor members representing the two parties to a trade [did] not formally certify their agreement on the trade when it [took] place. Each merely [wrote] down the details as he [understood] them. Later disagreements [were] common. To effect reconciliations, said one NYSE official, the brokers " fight[ed], yell[ed], scream[ed], and flip[ed] coins. »

Comme l'informatisation des échanges aurait permis l'enregistrement automatique des détails complets de la transaction desquels ils tiraient avantage, les spécialistes s'y opposèrent donc farouchement. Ainsi, bien que l'informatisation des transactions aurait considérablement amélioré le processus d'échange,

« It would also [have] permit [ted] quick and easy computer analysis of specialist performance. It would [have] definitively resolv[ed] the long-disputed question of whether the billions of dollars levied on investors to subsidize the specialist system have served any purpose other than the accumulation of private wealth by the specialists » (Welles, 1975, p. 138).

Notons par ailleurs que les spécialistes ne furent pas les seuls à s'opposer à l'introduction de technologies qui auraient permis l'informatisation des échanges : les courtiers de la NYSE s'y opposèrent également. Pour bien comprendre la nature de leur objection, il importe de s'intéresser à une catégorie particulière de document, soit le certificat d'actions. Le certificat d'actions est le document légal qui certifie le nombre d'actions détenu par un investisseur dans une corporation donnée. Ce faisant, il est donc un instrument négociable. Ainsi, si un investisseur A vend ses actions à un investisseur B, ce n'est pas les titres de propriété en eux-mêmes qui changent de main, mais bien le certificat d'actions. Une fois le transfert effectué, la corporation est avertie du changement et peut ainsi effectuer le paiement des dividendes dus à la nouvelle personne possédant dorénavant le certificat. Le certificat d'actions fut pendant très longtemps l'instrument par lequel les courtiers parvenaient à transférer légalement la propriété de lot de titres d'une personne à une autre. Si, au tournant des années 1960, l'informatisation du processus de négociation aurait permis l'élimination des certificats d'action, les courtiers de la NYSE refusèrent néanmoins d'aller de l'avant pour conserver leurs avantages. En effet, pour eux, un tel processus leur aurait retiré deux sources importantes de profits (Welles, 1975). D'abord, l'élimination des certificats d'actions induits par l'informatisation aurait très certainement incité certains clients des courtiers du club à transiger avec des courtiers non membres. En effet, n'ayant plus à entreposer auprès d'eux leurs certificats, et n'étant donc plus liés à eux par aucun document, les investisseurs auraient été plus facilement tentés de faire affaire avec un courtier non membre, chargeant des frais de commission beaucoup moins élevés. L'informatisation des transactions pouvant donc faire fuir leurs clients et ainsi conduire à des pertes de profits sous forme de

commissions, les courtiers de la NYSE s'y opposèrent. Ensuite, et plus grave encore, comme les certificats d'actions achetées sur marge pouvaient être utilisés par les courtiers comme collatéral pour obtenir les prêts bancaires nécessaires afin d'eux-mêmes octroyer à leurs clients les fonds dont ils avaient besoin pour acheter sur marge, les courtiers s'opposèrent farouchement à l'informatisation, car, en éradiquant ce type de document, un tel processus aurait complètement éliminé les profits pouvant être soutiré par l'octroi de tels prêts.

Voulant ainsi conserver leur *commercial goodwill* respectif, spécialistes et courtiers refusèrent ainsi d'informatiser le processus de négociation de la NYSE. En ce sens, nous dit Welles (1975, p. 145), « all the paper on the floor and in back offices [...] was a fitting monument to the hazards of the Club's resistance to change ». Or, ce système avait deux grandes faiblesses : il était très coûteux et possédait un très haut risque d'erreurs. C'est ce qu'explique Welles (1975, p. 142):

« [T]he most obvious defect of this system [was] its cost. Thousands of clerks, messengers, and administrators with salaries ranging into the millions of dollars must be employed to manage the flow of paper. Vast additional cost result from the system's susceptibility to error. A tiny error at any one of dozens of junctures can swiftly gather enough momentum to create a major clog and increase the cost of handling the trade ten or twenty times. When the capacity of the system is inordinately taxed by heavy volume, pressure is put on all its human functionaries, who become tired, dispirited, and prone to error. Each error creates additional work and additional pressure, generating even more error and more costs. »

Si, durant les années sombres de la NYSE, ce système ne représentait que très peu de risques et de coûts, à la fin des années 1960, au moment où le volume d'échanges atteignait un niveau sans précédent, cet élément caractéristique du *going plant* de l'organisation devint tout aussi désuet que dangereux. En raison de cet empire de papier, on assista à plusieurs erreurs et disparitions de certificats à cette époque. Cet événement surnommé le Paperwork Crunch par les historiens conduisit à d'énormes pertes financières.

Si le Paperwork Crunch de la fin des années 1960 conduisit à des pertes financières importantes, il ne peut en lui seul expliquer l'ampleur de la crise qui s'en suivit. C'est plutôt la combinaison de ce phénomène avec les bévues auxquelles conduisit la structure de propriété particulière des firmes de courtage membres de la NYSE qui permet d'expliquer la crise du début des années 1970. En effet, en vertu d'une *working rule* bien particulière qui prévalait alors à la Bourse de New York, il était interdit aux firmes membres du *going concern* d'émettre des actions et d'ainsi obtenir un financement extérieur, et ce, par peur de la prise de contrôle des firmes de courtage par les investisseurs institutionnels (Welles, 1975; Benn, 2000). Par conséquent, cette interdiction se répercuta sur la structure de propriété des firmes de courtage. En effet, plutôt que de prendre la forme d'une corporation, celles-ci furent dès les origines de la NYSE organisées sous forme de partenariat (Welles, 1975; Benn, 2000). Cela veut dire que, plutôt que d'obtenir des fonds d'investisseurs anonymes en vendant des actions sur le marché des titres, les partenaires devaient eux-mêmes investir leur fortune personnelle dans la firme lorsque des capitaux supplémentaires étaient nécessaires pour assurer sa pérennité. Pour se financer, les firmes de courtage membres pouvaient néanmoins avoir recours à un fort effet de levier. Pour preuve, nous dit Welles (1975, p. 154), « they could accumulate as much as twenty dollars' worth of debt for each dollar in equity and subordinated capital ».

Même si, dans le cadre de cette structure de propriété, les fonds pouvaient affluer sans procéder à l'émission d'actions, cette affluence n'était jamais garantie, puisque les partenaires pouvaient à tout moment retirer les capitaux qu'ils avaient investis dans la firme. En ce sens, c'est l'impermanence qui caractérisait alors la structure de propriété des firmes de courtages (Welles, 1975; Benn, 2000). Or, en dépit de leur structure de propriété limitant leur capacité de financement, plusieurs firmes membres de la NYSE devinrent des organisations géantes possédant des succursales à travers tout le pays. En effet, explique Welles (1975, p. 146),

« [M]any of the firms with small offices on Broad Street evolved rapidly into a kind of organization never seen before on Wall Street – large nationwide retail houses with dozens, even hundreds of branch offices, thousands of salesmen, and complex administrative and operational structure. »

Pour preuve, poursuit l'auteur, de 1964 à 1968, plus de 1000 nouvelles succursales firent leur apparition à travers le pays. Au cours de cette même période, le nombre de courtiers embauchés par les firmes de courtage membres de la NYSE augmenta pour sa part de près de 50 pour cent.

Or, du point de vue de son *going plant*, la firme géante est radicalement différente de la firme de petite taille, et ce, sur plusieurs points. D'abord, puisque la croissance de la firme dépend d'un vaste investissement en capital dont la valeur repose sur la pérennité à long terme de l'entreprise, la firme géante doit posséder un horizon décisionnel beaucoup plus éloigné dans le temps que la petite firme (Baran et Sweezy, 1966; Matthews, 1994; Welles, 1975). Ensuite, parce ses opérations sont toujours plus complexes, la firme géante exige une rationalisation de ses coûts, et donc, la mise en place d'une comptabilité d'entreprise (Johnson et Kaplan, 1987; Welles, 1975). En raison de cette même complexité opérationnelle, la firme géante doit également s'engager dans un processus de spécialisation toujours plus poussé de sa classe dirigeante (Castel, 1999). Finalement, la firme géante exige des calculs d, 1996ues. En effet, en raison de son horizon temporel éloigné, elle ne doit s'engager dans de nouvelles activités qu'après avoir fait des études et des enquêtes minutieuses lui permettant de minimiser les risques futurs (Baran et Sweezy, 1966).

Or, durant l'euphorie spéculative des années 1950 et 1960, au moment où, en raison des frais fixes de commission, les profits empochés par les firmes de courtage étaient non seulement élevés, mais semblaient également être générés automatiquement, sans qu'aucun effort de rationalisation ne soit nécessaire, l'importance des prévisions à long terme et des calculs des coûts de production ne fut

tout simplement pas prise en considération. Cette négligence se traduisit alors à plusieurs niveaux. D'abord, les firmes ouvrirent des succursales un peu partout dans le pays sans se demander *a priori* si elles allaient y trouver suffisamment de clients pour les rentabiliser. En fait, en raison des frais de commission fixes, les firmes de courtage ne prirent jamais en considération la différence fondamentale entre leurs clients institutionnels et les *littles guys* qui avaient recours à leurs services. Comme le souligne Welles (1975, p. 151), « Wall Street's [firms] tended to assume that each customer [was] the same as every customer, and each commission dollar as each commission dollar ». Or, bien que le nombre de *little guys* ayant recours aux services de courtiers membres de la NYSE ait explosé dans les années 1950 et 1960, il n'en demeure pas moins que l'euphorie spéculative de cette époque était essentiellement portée par les investisseurs institutionnels. En effet, si ces derniers ne représentaient que 4 % de tous les investisseurs présents sur le marché des titres, ils généraient néanmoins près de 80 % de l'ensemble des commissions empochées par les courtiers (Welles, 1975). En outre, selon une étude réalisée par la Financial Marketing Service Corporation (citée dans Welles, 1975), les investisseurs institutionnels étaient géographiquement beaucoup plus concentrés que les investisseurs individuels : plutôt que d'être répartis sur l'ensemble du territoire des États-Unis, ils étaient généralement établis dans les grandes métropoles, et, plus particulièrement, dans la ville de New York. Pour ces deux raisons, les nouvelles succursales qu'ouvrirent les firmes de courtage ne furent que très rarement rentables (Welles, 1975).

Ensuite, parce que les courtiers étaient ceux qui permettaient à la firme de générer des profits, la majorité des fonds destinés à améliorer sa croissance fut octroyée à ces derniers en vue de leur permettre d'attirer toujours plus de clientèle. Comme l'indique Welles (1975, p. 147), durant les années 1960, « the producer became the Street's front line. Other existed solely to nourish and assist him, to provide him with hot stocks to push and process the trade he generated ». Ce faisant,

c'est le *back-office* que l'on négligea alors, soit le département chargé de la gestion de l'empire de papier généré par la firme.

Finalement, au niveau de la gestion, ce fut les courtiers les plus productifs, soit ceux permettant aux firmes de courtage de dégager un maximum de profit sous forme de commission, qui devinrent en charge des nouvelles succursales. En effet, dans un contexte où les frais de commission étaient fixés par avance par un règlement, ce personnage acquit un pouvoir sans précédent qui lui permit de se hisser dans les plus hautes sphères décisionnelles des firmes de courtage (Welles, 1975). Selon la SEC (1963), au début des années 1960, plus de 90 % de toutes les personnes prenant part à la gestion des firmes de courtage membres de la NYSE étaient également celles qui permettaient à ces dernières de générer des profits sous forme de commission. Or, le problème est que la préoccupation première de ces courtiers-gestionnaires n'avait alors rien à voir avec celle qu'ils auraient dû avoir pour assurer la pérennité de la firme sous leur supervision. En effet, plutôt que de se concentrer sur la planification à long terme des activités du *going concern*, ils étaient à la recherche de gains immédiats. Comme l'explique Welles (1975, p. 150) :

« [T]he producer had no appreciation of long-range planning, basic to big corporations, which might have permitted them to anticipate the effect of a bear market on their rapidly growing network of branch offices [...]. Like most salesmen, the producers were used to live from sale to sale and were motivated always by their irremediable optimism. Since the market is vicissitudinous and unpredictable, they believed there was little sense in trying to plan anyway. We got killed today, they would tell themselves and their customers, but tomorrow is another day. »

Durant cette période d'euphorie spéculative, les firmes ne se rendirent jamais compte que leur *going plant* (plus particulièrement encore, leurs transactions de management) et la structure de leur capital n'étaient pas du tout adaptés à leur taille désormais géante. Or, au début de 1969, lorsque le Great Bull Market fit place à un marché baissier, les firmes de courtage membres de la NYSE prirent acte bien rapidement du caractère inapproprié de leur structure de propriété et de leur forme de

management. En effet, alors que les actifs financiers sur la base desquels les banques avaient octroyé des fonds aux firmes de courtage membres du Club perdaient de leur valeur, ces mêmes institutions bancaires se mirent à demander aux firmes d'augmenter la taille de leur collatéral, sous peine d'être liquidées. Devant cette situation inquiétante, plusieurs partenaires qui avaient investi une part de leur fortune personnelle dans leur firme respective décidèrent de retirer leur investissement avant qu'il ne soit trop tard. Les firmes étant dans une situation financière critique, il devint tout simplement impossible pour elles de trouver de nouveaux créanciers prêts à leur octroyer les fonds nécessaires pour se maintenir flot. Dans la mesure où le volume d'échange chuta lui aussi drastiquement, il devint dès lors impossible pour les firmes d'utiliser leur profit pour assurer leurs activités, puisque les commissions générées s'asséchèrent elles aussi rapidement. Ainsi, à la fin des années 1960, lorsque l'euphorie spéculative laissa place au pessimisme, le capital des firmes de courtage membres de la NYSE s'évapora (Welles, 1975). Au total, c'est 57 firmes membres de la NYSE qui disparurent alors (Schaefer et Warner, 1977; Benn, 2000). Si plusieurs d'entre elles s'écroulèrent définitivement sous le poids de leurs dettes, d'autres furent plutôt englouties par des firmes en meilleure posture financière. Bien que seulement 57 firmes aient disparu à ce moment, c'est néanmoins plus de la moitié des 572 firmes membres de la NYSE qui étaient alors menacées de faillite (Benn, 2000)⁴⁹.

Or, au cours de cette période, ce ne fut pas seulement les firmes de courtage qui souffrirent de la crise : les clients de ces dernières en payèrent également le prix. Pourquoi? La raison est fort simple : lorsque les marchés financiers chutèrent au début de 1969 et que les banques exigèrent des firmes qu'elles augmentent la taille de leur collatéral, plusieurs d'entre elles se mirent à exploiter une source particulière d'actifs financiers qui leur était librement accessible, soit ceux de leurs clients. De façon plus spécifique, ce fut essentiellement aux balances de crédit que les courtiers

⁴⁹ C'est à ce moment que la NYSE permit aux firmes de courtages membres de s'incorporer (Welles, 1975; Benn, 2000)

eurent alors recours (Welles, 1975; Sobel, 1975, 1977). Une balance de crédit est une somme d'argent disponible dans le compte sur marge d'un client d'un courtier. Cette balance correspond généralement au montant restant dans le compte après que la somme minimale requise pour acheter des titres sur marge ait été payée par ledit client. Au début de 1969, au moment où le marché haussier laissa place à un marché en chute libre, les courtiers de la NYSE détenaient près de 6.6 milliards de dollars en balance de crédit (Welles, 1975). À cette même époque, aucune *working rule* privée ou étatique ne les empêchait d'utiliser ces soldes à leur guise. Ainsi, lorsque les firmes eurent à répondre à des appels de marge et à des retraits de capitaux de la part de certains de leurs partenaires, c'est essentiellement vers les balances de crédit de leurs clients qu'elles se tournèrent alors massivement pour se maintenir en vie. En juin 1969, alors que plus de 5.8 milliards de dollars en balances de crédit avaient été utilisés par les firmes membres de la NYSE pour se maintenir à flot, la valeur totale de leurs propres actifs ne s'éleva pour sa part qu'à 3.8 milliards de dollars (Welles, 1975). Durant la crise, les clients des firmes de courtage contribuèrent donc davantage au maintien des activités de ces dernières. Commentant les événements de 1969-1970, l'ancien avocat de la SEC, Hurd Baruch, en vint même à déclarer : « in a very real sense, Wall Street [ran] on Main Street money » (1971, p. 31).

Par ailleurs, les balances de crédit de leurs clients ne furent pas les seuls actifs vers lesquels les courtiers se tournèrent pour survivre à la crise : ils utilisèrent également les certificats d'actions *entièrement libérées* des petits investisseurs ayant eu recours à leurs services, soit ces documents particuliers dont la NYSE refusa de se départir (Welles, 1975). Or, l'usage de tels actifs allait alors à l'encontre de ce que prévoyait la loi. En effet, s'il était légalement possible pour les courtiers d'utiliser les certificats d'actions achetées sur marges en guise de collatéral pour obtenir eux-mêmes un prêt bancaire, il leur était par ailleurs formellement interdit d'utiliser les certificats d'actions entièrement libérés, à savoir les certificats se rapportant à des actions payées en totalité. En dépit de la réglementation qui leur interdisait d'avoir

recours à ces documents lorsque ceux-ci se rapportaient à des titres payés en totalité, en 1969, au moment où les marchés financiers connurent leur première chute importante en plus de vingt ans, les courtiers utilisèrent néanmoins cette catégorie particulière de certificat d'actions pour obtenir des prêts bancaires. Comme leurs clients institutionnels étaient légalement autorisés à ne payer leurs titres que sur livraison, les courtiers utilisèrent également les certificats d'actions entièrement libérées des petits investisseurs en vue d'accomplir rapidement de telles livraisons et d'obtenir ainsi de leurs clients institutionnels des paiements leur permettant de se maintenir à flot. En échange d'un dépôt en espèces, plusieurs courtiers prêtèrent également ce type de certificats à d'autres courtiers voulant les utiliser pour effectuer eux-mêmes une livraison à un client institutionnel. Dans le contexte du Paperwork Crunch, l'ensemble de ces détournements fut néanmoins attribué à l'incompétence du *back-office*, à des erreurs de classement, ou à des disparitions fortuites. Au final, c'est l'équivalent de près de 4.1 milliard de dollars qui disparurent sous forme de certificats. Ainsi, si plusieurs firmes de courtage parvinrent à échapper à la faillite en s'appropriant les certificats d'action de leurs clients, les *little guys* à qui ces documents appartenaient perdirent quant à eux tous leurs avoirs. Pour pallier la situation et éviter qu'un scénario similaire ne se reproduise, la SEC intervint aussitôt en mettant en place un ensemble de *working rules* visant à briser le pouvoir économique de la NYSE et de ses membres.

5.3.2 La réponse de la SEC : l'abolition des avantages compétitifs des courtiers de la NYSE

Afin de remédier à la crise, la SEC institua un ensemble de nouvelles *working rules* qui conduisirent à une transformation radicale de la NYSE. En fait, c'est dans une véritable croisade contre le pouvoir économique de l'organisation que la SEC s'engagea au sortir de la crise de 1968-1970. En effet, pour cette instance de régulation, si l'absence de règle protégeant les petits investisseurs participa très

certainement à la crise financière⁵⁰, le fond du problème était sans aucun doute les pratiques anticoncurrentielles adoptées par les courtiers afin de conserver leurs avantages concurrentiels. À cette époque, la SEC ne se questionna jamais sur le monopole des spécialistes de la NYSE sur les transactions accomplies par les courtiers sur les *blue chips* et sur les mesures abusives mises en place pour le conserver. Ainsi, en 1968, pour briser la seule mainmise des courtiers NYSE sur les transactions des titres financiers, la SEC entreprit donc dans un premier temps d'abolir les *give-ups* (Welles, 1975). Bien que le système de *soft dollars* ait été questionné par la SEC dès 1963, soit au moment où elle publia son étude intitulée *Special Study of the Securities Markets*, ce n'est que quelques années plus tard qu'elle commença sérieusement à s'inquiéter du caractère abusif d'un tel système. Dans un rapport sur les fonds mutuels déposé en 1966, elle recommanda même que ces services de réciprocité soient bannis (Welles, 1975; Sobel, 1975). Bien évidemment, la NYSE s'opposa à cette recommandation. Selon l'organisation, « *give-ups [were] a most effective and economical means of enabling substantial investors to meet their obligations [...] to many brokers [and a] highly flexible means of compensating various brokerage firms for different constructive services* » (NYSE, citée dans Welles, 1975, p. 78). Or, en 1968, au moment de la crise, la SEC revint à la charge sur la question des *soft dollars* et, plus particulièrement, sur celle des *give-ups*. Ainsi, le 1^{er} avril de la même année, après avoir étudié la question de près, la SEC abolit définitivement un tel système⁵¹.

⁵⁰ Afin de protéger les petits investisseurs, la SEC mit en place le *Securities Investor Protection Act* en 1970. Par cet amendement du *Securities and Exchange Act* de 1934, la SEC participa à la création *Securities Investor Protection Corporation* (SIPC), laquelle, de nature non gouvernementale, visa dès lors à sécuriser les comptes des clients des firmes de courtages faisant face à une possible faillite.

⁵¹ Cette abolition n'eut toutefois pas l'effet escompté : plutôt que de briser le monopole de la NYSE, elle renforça encore davantage la position dominante du *going concern*. En effet, dans la mesure où cette forme de réciprocité avait comme principal objectif de transférer une certaine portion du profit empoché par les courtiers de la NYSE sous forme de commission à des courtiers non membres, son interdiction coupa ces derniers d'une source importante de revenu et, ce faisant, mena la plupart d'entre eux à leur perte. Cette situation renforça dès lors la position du club. Comme le souligne Welles (1975, p. 79), « [when these nonmembers perished], NYSE members were in turn able to retain a larger number of share of the commission they received ». Constatant que l'abolition des *give-ups*

Or, la SEC ne s'en tint pas à cette seule mesure. Bien au contraire : poursuivant sa croisade contre les courtiers de la NYSE, elle décida d'abolir les frais

jouait alors en leur faveur, les membres du club, plus particulièrement les spécialistes, anticipèrent dès lors la chute définitive des bourses régionales qui, avec l'arrivée des investisseurs institutionnels, avaient vu leur volume d'échange augmenter au détriment de celui de la NYSE. Or, cette situation anticipée par les membres de la NYSE ne se réalisa jamais, et ce, pour une raison bien particulière : en vue d'inciter les investisseurs institutionnels à continuer d'échanger sur leur parquet malgré l'abolition des *give-ups*, les bourses régionales permirent aux investisseurs institutionnels de devenir membres (Welles, 1975; Markham, 2002). Par cette mesure, elles permettaient en fait à cette catégorie particulière d'investisseurs de recapturer (*recapturing*) les frais de commission déboursés pour acheter les titres des déposants. Bien évidemment, la NYSE s'opposa à ce que les investisseurs institutionnels puissent devenir membres des bourses régionales. Pour justifier son opposition, elle argumenta qu'en permettant à cette catégorie particulière d'investisseurs de recapturer leurs propres frais de commission, les bourses régionales participaient à la fragmentation du marché et, ce faisant, allaient à l'encontre de l'intérêt commun (Welles, 1975). En dépit de cet argument, la SEC ne s'objecta jamais à ce que les investisseurs institutionnels puissent devenir membres des bourses régionales. Constatant à quel point la recapture de leurs propres frais de commission leur était avantageuse, les investisseurs institutionnels firent bientôt la demande auprès de la NYSE pour devenir membres du club (Welles, 1975; Markham, 2002). Bien évidemment, celle-ci refusa. Or, en 1974, la SEC obligea la NYSE d'accepter les candidatures de cette catégorie particulière d'investisseurs (Markham, 2002). La raison évoquée par la commission pour justifier une telle décision était alors fort simple : les plus grandes firmes de courtage membres de la NYSE étaient elles-mêmes devenues de grands gestionnaires de fonds. En ce sens, explique Welles (1975), il était très difficile, par exemple, d'établir une distinction nette entre le *modus operandi* d'un gestionnaire de fonds et celui de Lehman Brothers, l'une des plus importantes firmes alors membres de la NYSE. En effet, Lehman Brothers s'adonnait elle aussi à la gestion de fonds de pension et de fonds mutuels *via* l'une de ses filiales spécialement mises sur pied à cet effet. Lehman Brothers possédait néanmoins deux avantages considérables par rapport à un gestionnaire de fonds non membre. D'abord, en tant que membre de la NYSE, elle était en mesure de recapturer l'ensemble des frais de commission déboursés pour acheter et vendre des titres pour le compte des fonds sous sa gestion. Ce premier avantage lui en octroyait conséquemment un second : pouvant ainsi recapturer les frais de commission payés par les fonds administrés par sa filiale de gestion, Lehman Brother était dès lors en position d'offrir aux fonds de pension et aux fonds mutuels à la recherche d'un gestionnaire professionnel un rabais sur les frais de gestion devant être déboursés. Grâce à cette offre, la firme parvenait ainsi à usurper aux gestionnaires de fonds non membres une grande part des clients institutionnels. Notons que Lehman Brother était l'une des plus grandes banques d'investissement du pays. Ce faisant, non seulement elle empochait d'énormes profits en émettant et en vendant les titres de grandes corporations, mais elle pouvait également acheter ces titres pour son propre compte et ainsi prendre part aux décisions des entreprises dans lesquelles elle avait d'importantes positions. Grâce à ses activités de souscription, Lehman Brothers possédait donc un troisième avantage par rapport autres investisseurs institutionnels non membres : la firme pouvait écouler rapidement ses titres en les vendant aux fonds qu'elle gérait. En dépit de leur similarité avec les investisseurs institutionnels, les firmes membres du club continuèrent néanmoins à s'opposer à l'adhésion de ces derniers : « Look, we were here first, répondit l'un des courtiers de la NYSE interrogé par Welles dans le cadre de son étude, and it's just *tough shit* if the institutions don't like it » (cité dans Welles, 1975, p. 110). C'est donc devant l'arrogance et l'attitude anticoncurrentielle du Club à l'égard des investisseurs institutionnels non membres que la SEC obligea la NYSE à accueillir ces derniers en 1974. Constatant les abus auxquels cela pouvait mener, la SEC leur retira par ailleurs ce droit quelques années plus tard (Markham, 2002).

de commission fixes. La raison évoquée par l'instance de régulation pour justifier cette décision fut la suivante : selon elle, le recours aux *give-ups* était une preuve en soi que le principe justifiant les frais de commission fixes n'existait déjà plus. Comme elle l'indiqua elle-même dans un document publié en 1968, « *give-ups and reciprocal business practices in connection with institutional trading have become so widespread that it may plausibly be argued that, in the case of large institutional orders, there is in economic substance no fixed commission* » (SEC Release No. 34-8239, 1968, p.4). Pour la SEC (citée dans Welles, 1975, p. 79), cette déclaration souleva alors une sérieuse question : « *if give-ups and reciprocity have obliterated the economic substance of fixed rates, why not get rid of the distortions and abuses of illicit and convert rate competition by bringing everything out into the open? Why not formally abolish rate fixing?* ». Prenant donc acte du caractère purement illusoire des frais de commission fixes et des abus auxquels le maintien artificiel de cette règle avait conduit, la SEC entreprit donc de les abolir (Welles, 1975; Wolfson et Russo, 1970; Traflet et Gruver, 2015; Matthews, 1994; Tinic et West, 1980). Ainsi, en 1968, au même moment où les *give-ups* furent interdits, une *working rule* obligeant la NYSE à offrir un rabais de 40 % sur toute transaction de plus de 1000 titres fut mise en place. En 1970, la SEC alla encore plus loin. En effet, à partir de cette date, il devint interdit d'imposer des frais de commission fixes sur toute transaction de plus de 100 000 \$. Pour la SEC, « *it was in opinion that fixed charges for portions of orders in excess of \$100,000 [were] neither necessary nor appropriate* » (SEC, cité dans Wolfson et Russo, 1970, p. 1122). Refusant cette mesure, la NYSE parvint cependant à convaincre la SEC d'augmenter ce seuil à 500 000 \$. Au mois de mai 1975, la SEC entreprit de mettre un terme définitif aux frais de commission fixes imposés par la NYSE depuis sa création en 1792. Ainsi, à partir de cette journée historique mieux connue sous le nom de May Day, les frais imposés par les courtiers de la NYSE à leurs clients devinrent pleinement concurrentiels.

De ces deux mesures, c'est l'abolition des frais de commission qui eut le plus grand impact sur les opportunités de profit des courtiers de la NYSE. En effet, pendant les premières années qui suivirent le May Day de 1975, les frais de commission devant être déboursés par les clients institutionnels baissèrent considérablement (Traflet et Gruver, 2015; Matthews, 1994; Benn, 2000). Ce faisant, ce sont les profits empochés par les firmes qui, dans la foulée, s'érodèrent. À l'évidence, cette chute drastique des profits générés sous forme de commission se traduisit par une chute du prix du siège à la NYSE (Schaefer et Warner, 1977; Matthews, 1994). Pour preuve, si, en 1968, juste avant que la crise financière n'éclate, les courtiers devaient déboursier jusqu'à 515 000 \$ pour joindre le Club, en 1975, ils ne devaient défrayer que 55 000 \$. En 1977, ces frais atteignirent le plus bas niveau depuis la Seconde Guerre mondiale, soit 35 000 \$. Ne pouvant donc plus compter sur ces commissions pour empocher des profits, les firmes durent alors innover et se tourner vers de nouvelles activités pour continuer à générer des revenus et ainsi assurer leur expansion.

5.3.3 Les nouvelles activités commerciales des courtiers de la NYSE et l'augmentation des opportunités de profits des spécialistes

Si les activités mises en place par les courtiers de la NYSE pour conserver leurs opportunités de profits auraient pu prendre n'importe quelle forme, c'est entre autres vers le *program trading* qu'ils choisirent néanmoins de se tourner⁵², et ce, en raison du contexte particulier dans lequel la nécessité d'innover s'inscrivit alors. En effet, cette nécessité prit place dans un contexte financier très volatile, où de nouveaux produits dérivés standardisés et destinés à minimiser les risques firent leur

⁵² Notons que les firmes se tournèrent également vers d'autres activités, dont le financement de fusions-acquisitions par l'entremise de *junk bonds*, l'émission et la vente de titres adossés à des crédits immobiliers (titrisation) et le placement privé. Pour une explication exhaustive de la diversification des firmes de courtage et de leur transformation en ce que Matthews appelle « les firmes de valeurs mobilières géantes verticalement intégrées », voir Matthews, 1994.

apparition (Matthews, 1994; McGowan, 2009). Pour bien comprendre la nature de la volatilité qui donna lieu à l'apparition de ces nouveaux produits financiers, il faut s'intéresser au type de système monétaire international et national qui fut alors mis en place. De la Deuxième Guerre mondiale à 1973, le système monétaire international était fondé sur des parités de change fixes. En effet, en vertu des accords de Bretton Woods, les taux de change étaient fixés par rapport au dollar américain, lequel pouvait être immédiatement converti en or. Autrement dit, la valeur de la monnaie de chaque pays était déterminée par la valeur de la monnaie américaine, qui était elle-même définie par une parité fixe avec l'or (35 dollars pour une once d'or fin). Ce régime de taux de change fixe assurait alors une certaine certitude quant à la pérennité de la valeur de chaque monnaie domestique, puisqu'une fois convertie en dollars américains, elle pouvait à tout instant être échangée contre de l'or. Concernant les taux d'intérêt, ceux-ci étaient fixés par les politiques monétaires de l'État, par l'entremise de la Federal Reserve Bank (FED). Ces mesures rendaient le marché de la dette relativement stable, puisque les taux d'intérêt étaient régulés par une instance étatique.

Or, au début des années 1970, ce système devint de plus en plus difficile à maintenir en raison de l'importante différence entre les taux d'inflation des pays industrialisés. Si, déjà, ces écarts rendaient la convertibilité des devises difficile, le choc pétrolier de 1973 ne fit qu'amplifier la situation. En réponse à cette situation, les accords de Bretton Woods, qui assuraient jusqu'alors la stabilité des taux de change grâce à la parité fixe, furent donc rompus au cours de cette même année. Dès lors, plutôt que d'être fixées en fonction de la valeur du dollar américain, les devises de chaque pays devinrent déterminées par l'offre et la demande sur les marchés des changes. Autrement dit, dans ce nouveau système monétaire international de changes flottants, la valeur des devises n'allait plus être régulée politiquement : dorénavant, cette valeur allait varier en fonction des aléas du marché.

Au niveau national, une nouvelle politique monétaire fut également mise en place. En effet, au tournant des années 1980, les États-Unis passèrent d'un mode de financement de leurs déficits par l'émission de monnaie à un mode de financement fondé sur l'émission d'obligations. Simplement dit, plutôt que de se financer par l'entremise de la planche à billets, l'État commença à se financer sur les marchés obligataires. Dès lors, les taux d'intérêt en vigueur cessèrent eux aussi d'être régulés politiquement et devinrent plutôt fixés en fonction de l'offre et de la demande sur le marché des obligations d'État.

Cette libéralisation des taux de change et des taux d'intérêt eut un très grand impact sur les marchés financiers. En effet, elle favorisa l'apparition d'un environnement extrêmement volatile, et, ce faisant, très risqué. Lorsque les taux ne sont plus prédéterminés ni garantis par les autorités politiques, mais qu'ils varient en fonction de l'offre et de la demande, les risques qu'ils fluctuent soudainement et qu'ils causent d'importantes pertes de profit augmentent de façon considérable. Afin de se prémunir contre les risques liés à de telles fluctuations, des contrats à termes et des options permettant de transformer, pour une période déterminée, des taux variables en taux fixes virent le jour. Certes, de tels types de titres financiers existaient bien avant que les taux de change et les taux d'intérêt ne soient déréglementés. Par ailleurs, ces produits étaient essentiellement négociés sur les marchés de gré à gré (Matthews, 1994; Sobel, 1977). Seuls les contrats à termes et les options sur les matières premières étaient négociés sur des bourses spécialisées (Matthews, 1994; Sobel, 1977). Or, avec la déréglementation des taux et la nécessité de plus en plus grandissante de se protéger contre les risques liés à la volatilité des marchés, plusieurs bourses choisirent de réorienter leurs activités et d'offrir de tels contrats sur taux. Ce fut le cas notamment de l'AMEX⁵³ et du Chicago Mercantile Exchange. D'autres bourses spécialisées dans ce type de produits furent également

⁵³ Pour une histoire de l'AMEX et de l'introduction des options, voir Robert Sobel, 2000, *AMEX : A History of the American Stock Exchange, 1921-1971*, New York, Beard Books.

mises en place. Par exemple, c'est à cette époque que le Chicago Board Options Exchange fut créé. C'est également dans ce contexte que la Commodity Future Trading Commission (CFTC), l'instance fédérale états-unienne assurant la régulation des bourses de produits dérivés, fut établie.

L'émergence des bourses de produits dérivés eut deux conséquences corollaires. D'abord, elle conduisit à la standardisation de ces contrats et de leur processus d'échange (Matthews, 1994 ; Sobel, 1977). En effet, explique Sobel (1977, p. 150), pour que les contrats à terme et les options puissent circuler sur les bourses mentionnées ci-haut,

« The expiration date of traded options [had] to be standardized in order to create classes of options to be traded. Specialists and/or registered traders [had] to stand ready to buy or sell when no one else appeared on the other side of the trade [...]. There [had] to be a clearing corporation too, one which guaranteed that stocks or cash would be delivered at the expiration or exercise of the option. And all of this [had] to survive government regulation, probably by the SEC. »

Ensuite, grâce à la standardisation de ces contrats et de leur processus d'échange, une nouvelle catégorie de produits dérivés standardisés firent également leur apparition : les contrats à terme sur indice (*index future*)⁵⁴. En tant que contrat ayant comme sous-jacent non pas une action, mais un panier d'actions représenté par un indice, comme le Standard & Poor's 500 Composite Price Index, les contrats à terme sur indices furent inventés dans le but de gérer les risques liés à la volatilité des marchés. Dans le passage suivant, Matthews (1994, p. 15) nous explique comment ce type de contrat permet de protéger les investisseurs contre de tels risques :

⁵⁴ Notons qu'à partir de 1985, les contrats à terme, les options et les swaps sur taux d'intérêt firent également leur apparition sur les bourses réglementées (Matthews, 1994 ; Gorham et Singh, 2009).

« Stock returns are uncertain because stock prices and dividends vary over time. This volatility comes from two sources: (1) economic events specific to individual firms (firm-specific risk) and (2) economic events that affect every firm in the economy (market risk). Investors can more easily manage the first type of risk than the second. Firm-specific risk can be managed by holding a diversified portfolio of stocks, but diversification across stocks cannot reduce market risk. An increase in interest rates, for example, would cause all stock prices to fall, and so the change in one firm's stock price could not offset the change in another firm's stock price. Stock index futures provide a tool for managing market risk. These futures contracts differ from traditional commodity futures contracts in that there is no claim on an underlying deliverable asset. Instead, the claim is on the value of the contract, and the settlement is in cash. Stock index futures are therefore referred to as cash settlement contracts. Stock index futures also allow investors who hold stock portfolios to hedge market risk. If the stock market falls, investors must make a profit from falling futures prices in order to offset the loss on their portfolio. Since sellers of futures make a profit when futures prices fall, investors can hedge by selling futures. The value of a portfolio hedged with financial futures is thus less variable than is an unhedged portfolio. »

Le contexte précédemment décrit favorisa non seulement l'apparition d'une nouvelle théorie financière visant à calculer mathématiquement la valeur des options et des contrats sur index – le modèle Black et Scholes –, mais aussi, l'émergence d'une catégorie particulière d'activités, à savoir, le *program trading* (Mcgowan, 2010; Matthews, 1994; Traflet et Gruver, 2015). Pour le définir simplement, le *program trading* est, à l'origine, une forme d'arbitrage fondée sur l'utilisation de contrats à terme sur index boursier. De façon plus spécifique, explique Lowe (2010), « program trading [...] is the simultaneous trading of a portfolio of stocks, as opposed to buying or selling just one stock at a time ». Fait très important à noter : le *program trading* n'est pas accompli pour le compte de tiers, mais bien pour le compte de la firme elle-même. En termes plus techniques, le *program trading* est une stratégie de négociation pour compte propre (*proprietary trading*). Dans le passage suivant, Matthews (1994, p. 17) nous donne un exemple de cette forme particulière de stratégie :

« Suppose that the S&P 500 index is at 280 and that the future on that index is selling at 283 and expires in three months. Traders buy the stocks in the index and sell index futures short, usually in packages of at least \$10 million. At this point the traders are hedged, and their profits – the spread between the prices of the future and the basket of stocks – are locked in. In addition, they are collecting dividends on the stocks they hold. If the index falls to 270 by expiration, the futures will also fall to 270, 3 points more than the decline in stock prices. So, the short position in futures will yield a net return of 3 points. If the stocks instead climb to 290, the price of the futures also will rise to 290, 3 points lower than the increase in the stock index. The long position in stocks thus yields a net profit of 3 points. There is nothing sacred about expiration dates. Traders can cash in earlier and earn a higher rate of return than if they wait. Whenever the futures get close to the cash price, traders have an opportunity to sell their stocks and buy back futures. »

Si, au moment de leur émergence en 1973, les contrats à terme sur indices donnèrent naissance au *program trading*, cette forme de stratégie particulière ne représentait alors qu'une très mince part des activités des firmes de courtages membres de la NYSE. Or, avec l'abolition des frais de commission fixes en 1975, le *program trading* gagna en importance et devint une stratégie très utilisée par les firmes en vue de faire du profit (Matthews, 1994; Traflet et Gruver, 2015; McGowan, 2010). Générant énormément de volume sur le parquet de la NYSE, le *program trading* devint aussi une source de profit très importante pour les spécialistes (Matthews, 1994; Traflet et Gruver, 2015). Ainsi, en plus de ne jamais s'en prendre au monopole des spécialistes, les mesures adoptées par la SEC furent même très favorables à ses derniers. Or, avec l'arrivée des ECN, la SEC changea sa stratégie et entreprit enfin de s'attaquer à leur monopole. Comme nous allons le voir, c'est en vue de retrouver leurs avantages concurrentiels que les spécialistes, encore au centre du Governing Committee de la NYSE, firent du HFT la pratique centrale de l'organisation.

5.4 Le développement des ECN, la dissolution du monopole des spécialistes et le développement du HFT

5.4.1 L'émergence des ECN et l'apparition du HFT

C'est la croisade de la SEC contre les spécialistes de la NYSE, suite au développement des ECN, qui conduisit le *going concern*, mais aussi les autres grandes bourses, à faire du HFT leur principale activité commerciale. Pour en donner une définition simple, les ECN sont des plateformes de négociation privées complètement automatisées, où les investisseurs peuvent échanger directement entre eux des titres cotés sur les bourses traditionnelles sans avoir recours aux services d'un courtier, et sans qu'intervienne un spécialiste ou un teneur de marché. Pour reprendre l'explication qu'en donne Cohen (1998, p. 10),

ECN allow investors to enter their own buy and sell orders in an open order book accessible through the Internet, where the orders are posted anonymously. At certain times during a day, the systems electronically match buyers and sellers of [...] securities. The system automatically execute trades at the midpoint of the best bid and ask price, thereby permitting investors to split the spread. Once buyers and sellers have matched their orders on-line, the system will execute the transaction.

En ce sens, poursuit-il (1998, p. 6) « an [ECN] bypasses traditional markets either by putting investors into contact with one another or by executing a trade itself ».

Bien qu'il puisse sembler assez récent, ce type de plateformes fit son apparition à la fin des années 1960. Développée en vue de répondre aux besoins des investisseurs institutionnels, la première plateforme électronique à voir le jour avait alors pour but de permettre à ces derniers d'effectuer des blocs de transactions sur les titres cotés à la NYSE sans avoir à payer des frais de commission exorbitants aux courtiers du club. Nommée Instinet, cette première plateforme était en effet très avantageuse. Pour preuve, explique Welles (1975, p. 60), en 1969, « transaction fees paid on Instinet [...] were just 7.1¢ a share as against 20¢ a share for similar trades on the NYSE. Instinet's fee on 5000 shares of a \$40 stock was \$500 versus \$1,162 on the NYSE ». Or, si ce marché automatisé permettait aux clients des gestionnaires de fonds de faire des économies sur les frais de transaction, il faisait par ailleurs perdre

les privilèges personnels que ces mêmes gestionnaires parvenaient à obtenir sous forme de *soft dollars* lorsqu'ils transigeaient avec les courtiers de la NYSE. Ainsi, en dépit de l'efficacité d'Instinet, cette plateforme de négociation automatisée ne connut jamais de succès auprès des investisseurs qu'elle était censée servir (Welles, 1975).

Si l'existence des *soft dollars* mit un frein au développement des ECN à la fin des années 1960, ces plateformes de négociation connurent toutefois un nouveau souffle au début des années 1990, au moment où une nouvelle stratégie de négociation appelée le « *scalping* » fit son apparition sur le NASDAQ. Pour bien comprendre cette forme de négociation de même que sa nouveauté, il importe de savoir qu'au tournant des années 1990, deux grandes bourses se répartissaient le marché des actions états-uniennes : la NYSE et le NASDAQ. Alors que la NYSE contrôlait la négociation des titres *blue chips*, à savoir les titres des compagnies américaines bien établies avec une grande capitalisation, comme IBM ou General Electric, le NASDAQ contrôlait quant à lui les titres de sociétés ayant une plus faible capitalisation ou liées à des secteurs émergents de l'économie, comme Intel, Cisco ou Apple. En plus de se différencier sur le type de compagnies cotées, les deux bourses se distinguaient également au niveau de leur *going plant*, soit au niveau de l'organisation du processus de négociation. En effet, si, sur la NYSE, les courtiers désirant acheter ou vendre les titres *blue chips* d'une compagnie donnée devaient obligatoirement se rendre sur le parquet de l'organisation et passer par les services du spécialiste contrôlant les titres en question, sur le NASDAQ, ils devaient plutôt transiger par téléphone avec un teneur de marché. Or, sur le NASDAQ, il n'y avait pas qu'un seul teneur de marché par catégorie de titre, comme c'était le cas à la NYSE. Bien au contraire : pour une même catégorie de titres, plusieurs teneurs de marché pouvaient être en compétition les uns avec les autres. Ce faisant, le courtier désirant acheter/vendre des actions d'Apple pouvait dès lors échanger avec celui qui lui offrait le meilleur prix de vente/achat.

Si les courtiers désirant acheter ou vendre des actions cotées sur le NASDAQ devaient généralement contacter un teneur de marché par téléphone pour le faire, il existait par ailleurs à cette époque un système informatique spécial qui leur permettait de transmettre leurs ordres d'achat ou de vente par voie électronique. Nommé « Small Order Execution System » ou SOES, ce système permit rapidement aux courtiers de la firme Datek de développer une nouvelle stratégie de négociation appelée le « *scalping* » (Patterson, 2012). Pour en donner une définition simple, le *scalping* est une pratique qui s'apparente à la tenue de marché en ce qu'elle consiste à tirer profit de la fourchette de prix. Or, la différence avec la tenue de marché résidait à l'époque en ceci : alors que la tenue de marché était une pratique dont tiraient avantage les teneurs de marchés du NASDAQ et les spécialistes de la NYSE, le *scalping* était pour sa part une stratégie qui consistait alors à empocher des profits sur le dos des teneurs de marchés. De façon plus spécifique, elle consistait à exploiter les écarts de prix établis par ces intermédiaires sur le SOES. Dans le passage suivant, Patterson (2012, p. 80) explique bien la technique du *scalping* qui se développa alors sur système informatisé :

« Nasdaq stocks typically had a dozen or more market makers competing to buy and sell. They entered their orders by hand through their Level II Workstations. Some moved faster than others. On SOES, a small fortune could be made in the fleeting delay between moves [...]. When the market for a stock started to shift – say, offers to sell Microsoft jumped from \$50 to \$50 2/4, while the buy offers rose from \$49 3/4 to \$50 1/4 – some market makers could be caught napping, still offering to sell at \$50. That meant that, for a brief moment, free money was on the table. A market maker was offering to sell Microsoft for \$50 even as another was offering to buy for \$50 1/4. With a few keystrokes, [a broker] could rapidly snap up a thousand shares of Microsoft for \$50 a piece from the slowpoke market maker. Second later, he could turn around and unload it for \$50 1/4. An instant profit of twenty-five cents a share. For a thousand-share order, that added up to a quick hit of \$250. [I]t was in many ways the same spread-capturing strategy that Nasdaq market maker used. The difference was that market makers made money from buying and selling to regular investors. Scalpers [...] made money *off the market makers*. »

La pratique du *scalping* devint si payante que la firme en vint même à s'y consacrer à plein temps. Pour tirer encore plus de bénéfices de cette stratégie, deux

innovations technologiques furent apportées au système électronique alors utilisé par ceux que les teneurs de marchés en vinrent à appeler les « SOES bandits » (Patterson, 2012). Appelée « the Watcher », la première de ces innovations fut un programme informatique qui, *a priori*, avait pour but de permettre aux courtiers de calculer automatiquement le profit empoché sur chaque transaction accomplie sur le SOES (Patterson, 2012). Pour comprendre la pertinence d'un tel programme, il faut savoir qu'à l'époque, les informations concernant les transactions effectuées sur le SOES étaient enregistrées par le NASDAQ dans un ordinateur particulier, et étaient par la suite imprimées sur papier à la fin de la journée. Pour avoir accès aux informations se rapportant aux transactions effectuées par leurs courtiers, les firmes de courtage devaient donc nécessairement consulter le document imprimé par l'organisation à la fin de chaque jour de bourse. Si cette technique se révéla somme toute assez efficace lorsque le nombre de transactions effectuées par une firme demeurait limité, elle devint rapidement inappropriée pour les firmes dont les courtiers se mirent à exploiter les écarts de prix des teneurs de marchés et, ce faisant, à multiplier les transactions. Pour remédier à cette situation, la firme Datek développa alors un programme informatique qui permit de repérer les ordres et positions des courtiers et de calculer ainsi automatiquement le profit empoché sur chaque transaction accomplie sur le SOES. Si ce programme agissait alors comme un système de gestion de portefeuille, il se révéla rapidement d'une grande utilité pour détecter encore plus efficacement les écarts de prix des teneurs de marchés. C'est ce qu'explique Patterson (2012, p. 90) :

« The Watcher evolved from a passive order-tracking system to a state-of-the-art trading machine that could outgun the most sophisticated system on Wall Street. The PC receiving the order information became the "frontend" of the trading platform – the steering wheel driving the trade itself through the market's plumbing. Instead of manually placing orders through the slow, clunky Level II Workstation, traders could buy and sell stocks through the Watcher itself using keyboard shortcuts [...]. They could track multiple stocks at glance, detecting from the shift in the bids and offers whether a stock was going to rise and fall in the next minute. [This] programming enhanced the speed of the system, giving Datek's trader the ability to see shifts in the market before nearly everyone else. »

Si le « Watcher » permit aux courtiers de la firme Datek de repérer automatiquement les ordres placés sur le SOES et, ce faisant, de détecter encore plus rapidement les écarts de prix des teneurs de marchés, une autre innovation leur permit de peaufiner encore davantage leur stratégie : le « Monster Key » (Patterson, 2012). Pour comprendre ce programme qui, pour l'essentiel, consistait à calculer automatiquement le prix optimum auquel un ordre d'achat ou de vente devait être transmis, il faut d'abord s'intéresser à l'un des protocoles qui prévalait alors sur le SOES, soit celui du *price-time priority*. En vertu de ce protocole, si deux ordres d'achat ou de vente à des prix identiques étaient envoyés au carnet d'ordre du SOES pour être exécutés, la priorité était alors donnée à l'ordre qui avait été placé le premier. Par ailleurs, si un ordre avec un meilleur prix était transmis, la priorité était alors donnée à ce dernier, même si celui-ci avait été envoyé au carnet d'ordre en dernier. Pour que celui-ci soit exécuté, il était toutefois nécessaire que le prix de l'ordre en question soit au maximum 20 % plus élevé ou plus bas que la meilleure offre de vente ou d'achat dans le carnet. Pour les *scalpers* de la firme Datek, ce protocole selon lequel le prix d'un ordre surpassait son moment d'envoi pouvait très certainement être exploité à leur avantage : s'ils envoyaient leurs ordres à des prix toujours 20 % plus haut ou plus bas que les meilleures offres d'achat ou de vente, ils allaient assurément obtenir la priorité d'exécution. Ce faisant, ils allaient toujours être ceux qui allaient pouvoir bénéficier des écarts de prix des teneurs de marchés. En témoigne l'exemple suivant (Patterson, 2012, p. 94) :

« If a market maker were bidding to buy Apple for \$24 a share and sell it for \$ 24 ¼, a typical quarter-point spread, and a [Datek's broker] wanted to buy, he'd enter a bid for a thousand shares 20 percent higher than \$24 ¼, about \$29. If he wanted to sell, he'd make an offer to sell for 19 1/8, roughly 20 percent lower than the bid. The advantage of this was simple: often on SOES, traders making the same bid and offer for a stock lined in queue. The trade went to the firm that had placed the order first. [Datek's brokers] had discovered a way to leap over the queue, make a ridiculous offer, and still get the best price. [They] could offer to buy Apple for \$29, far higher than the going price, and get it for \$24 ¼. »

Le Monster key fut un programme inventé par Datek dans le but explicite de tirer avantage du protocole *price-time priority* qui prévalait alors sur le SOES. Cette innovation avait comme principale fonction de calculer automatiquement l'écart de prix de 20 % par rapport à la meilleure offre d'achat ou de vente ayant été préalablement détectée par le Watcher. Armé du Monster Key, nous dit Patterson (2012, p. 94), « the Watcher now allowed traders to buy and sell stocks at a velocity never seen before ».

Grâce à ces deux innovations qui leur permettaient de tirer avantage des écarts de prix sur le SOES, les *scalpers* devinrent rapidement l'ennemi numéro un des teneurs de marchés du NASDAQ. Conséquemment, ces derniers mirent en place un ensemble de stratégies visant à contrer les « SOES bandits ». En vertu de ces tactiques, il devint difficile pour les *scalpers* de la firme Datek de continuer à profiter des écarts de prix sur le SOES. Pour remédier au problème, une solution s'imposa alors : créer un ECN où la pratique du *scalping* pourrait être accomplie sans contrainte. Ainsi, en 1995, une nouvelle plateforme nommée « Island » conçue exclusivement à l'usage des « bandits » vit le jour. Dans sa forme la plus simple, explique Patterson (2012, p. 118),

« Island was a computer program that simply matched buy and sell orders, bypassing the market makers. After Island matched the trades, it reported them to Nasdaq. The name evoked and "island" of orders where investors could retreat, a digital haven safe from Nasdaq [market makers]. »

Conçue explicitement dans le but de favoriser la pratique du *scalping*, laquelle, rappelons-le, consistait à tirer avantage des écarts de prix entre deux ordres, Island adopta par conséquent un *going plant* (soit une organisation des transactions) et un *going business* (soit un modèle d'affaire) complètement adaptés à cette stratégie. D'abord, sur cette plateforme, l'information concernant les ordres d'achat et de vente n'était pas accessible qu'à une seule catégorie d'individus, comme c'était le cas sur le NASDAQ, mais était visible et accessible à tous *via* le site internet d'Island. En outre,

ce n'était pas seulement les meilleures offres qui étaient accessibles, mais tout le carnet d'ordre, et ce, *rapidement* et *gratuitement*. Ensuite, Island adopta une structure tarifaire des plus économique. En effet, non seulement il n'y avait aucuns frais d'adhésion à déboursier pour joindre la plateforme, mais les coûts sur chaque transaction étaient également très avantageux. Ainsi, plutôt que de charger 2.50 \$ par transaction comme c'était le cas sur le NASDAQ, Island ne demandait que 1 \$ (Patterson, 2012). Par conséquent, c'était sur le volume de transaction que la plateforme parvenait à engranger un profit. On comprend tout de suite le but d'une telle manœuvre : attirer les *scalpers*, cette nouvelle catégorie de traders qui, tirant avantage des écarts de prix entre les ordres d'achat et de vente, devaient multiplier le nombre de transactions pour générer un bénéfice.

Si le *going plant* et le *going business* adopté par Island se révélèrent intéressants pour les *scalpers*, il n'en demeure pas moins que la plateforme éprouva beaucoup de difficulté à attirer cette nouvelle catégorie de traders durant ses premiers moments d'existence. Ce faisant, le volume d'échange accompli sur Island demeura relativement faible (Patterson, 2012). Or, en 1996, deux nouvelles réglementations mises en place par la SEC changèrent la donne. En plus d'augmenter le nombre de transactions effectué sur Island, ces réglementations respectivement appelées « Order-Handling Rules » et « regulation ATS » menèrent à l'apparition du HFT sur cette même plateforme. Pour comprendre l'origine de ces réglementations et la façon dont elles participèrent à l'apparition du HFT, il faut d'abord s'intéresser à nouveau à Instinet. Comme nous l'avons vu précédemment, Instinet vit le jour à la fin des années 1960 en vue de permettre aux investisseurs institutionnels désirant échanger des titres *blue chips* d'économiser sur les frais de courtage, qui, à l'époque, étaient tout simplement exorbitants sur la NYSE. Si, en raison des *soft dollars* que leur offraient les courtiers de la NYSE, les gestionnaires de fonds ne se tournèrent jamais vers Instinet pour acheter et vendre des *blue chips*, il n'en demeure pas moins que cette plateforme connue un développement très important dans les années qui

suivirent sa création. En effet, Instinet devint le second plus grand marché de titres cotés sur le NASDAQ. Or, à défaut d'être une plateforme alternative, où des titres cotés sur les grandes bourses pouvaient être achetés et vendus à moindres coûts, Instinet devint un *dark pool* à l'usage quasi exclusif des teneurs de marché du NASDAQ. Plus exactement, parce que les ordres d'achat et de vente transmis sur cette plateforme n'étaient accessibles qu'à ceux qui possédaient un ordinateur particulier nommé « the Green Machine », et que la plupart des teneurs de marchés du NASDAQ possédaient l'appareil en question, il n'était pas rare de voir ces derniers utiliser Instinet à leur avantage, et ce, au détriment de leurs clients. Comme l'explique Patterson (2012, p. 127) :

« They could buy a stock for a client while offering to sell the same stock over Instinet at a better price. The rest of the market, the Instinet side of the offer was invisible – it was dark. More creative, market makers could sell a stock they actually wanted to buy on the Nasdaq or the NYSE in order to trick other traders into selling, pushing down the price. Meanwhile, they'd snap up big chunks of the stock on the sly of Instinet. It all work very nicely... for the Wall Street insiders. »

En vue de rendre les ordres d'achat et de vente accessibles à tous et de mettre ainsi un terme aux pratiques frauduleuses accomplies sur Instinet, la SEC adopta le Order-Handling Rule en 1996. Obligeant les teneurs de marchés du NASDAQ à afficher les ordres d'achat et de vente provenant de l'extérieur, cette réglementation eut une autre conséquence : tous les ordres d'achat et de vente placés sur un ECN ne trouvant pas de contrepartie à l'interne allaient dorénavant être affichés sur le NASDAQ, à côté des offres des teneurs de marchés. Par cette mesure, nous dit Patterson (2012, p. 128), « Instinet quotes would no longer be secret ».

Dès lors, ce ne fut pas seulement les ordres placés sur Instinet qui devinrent visibles sur le NASDAQ, mais également ceux placés sur Island. Dans le passage suivant, Patterson (2012, p. 127) nous explique la nouveauté apportée par le Order-Handling Rules pour les « bandits » œuvrant sur cette plateforme:

« If a Datek trader put up an offer to buy Intel for \$22, and the best marker maker quote was to buy for \$21.90, the Datek quote would appear on Nasdaq's system for the entire market to see. In the past, the Datek orders not executed on SOES would go to the market makers, who could simply choose to back away from them. No one outside the closed Nasdaq circle could see the orders, denying investors the opportunity to purchase Intel at a lower price or sell at a higher price. »

Bientôt, une autre plateforme similaire à Island fit son apparition. Nommée Archipelago, celle-ci se voulait par ailleurs une version améliorée d'Island. En effet, plutôt que d'être seulement transmis au NASDAQ, les ordres non exécutés à l'interne allaient être redirigés sur n'importe quelle plateforme offrant une contrepartie – que celle-ci soit le NASDAQ, Island ou Instinet. Plus exactement, explique Patterson (2012, p. 144) en parlant de cette nouvelle plateforme, « the system would be a conduit, tapping into the volume generated by the *entire* market. [It] wouldn't be an "isolated" island of liquidity, it would be a *chain of islands* connected electronically – an *archipelago* of linked pools ».

Adoptée en vue de mettre fin aux pratiques frauduleuses accomplies par les teneurs de marché du NASDAQ, cette mesure fut par ailleurs très avantageuse pour les *scalpers* qui, dorénavant, n'œuvraient plus seulement sur Island, mais aussi, sur Archipelago. En effet, il leur était maintenant possible de tirer avantage des écarts de prix entre les ordres d'achat et de vente sur plusieurs marchés à la fois. Or, parce que cette stratégie impliquait d'effectuer un grand nombre de transactions pour être rentable, la structure tarifaire des ECN, bien que très avantageuse par rapport à celle adoptée par les grandes bourses, agissait tout de même comme un frein à son développement. En effet, comme nous l'avons évoqué précédemment, pour chaque transaction, un dollar devait être déboursé en frais. Dans le but d'augmenter leur *commercial goodwill* et, ce faisant, d'attirer cette nouvelle catégorie de traders, d'augmenter leur volume d'échange et d'empocher toujours plus de profit, ces deux plateformes transformèrent leur politique en matière de frais de transaction. Dorénavant, les ECN allaient charger des frais sur les transactions retirant de la

liquidité au marché, et payer un bonus pour celles rendant le marché plus liquide. En termes plus techniques, des frais furent appliqués sur chaque ordre aux marchés, et des *liquidity rebates* octroyés à chaque ordre limite. Mieux connue sous le nom de « maker-taker model », c'est cette structure tarifaire qui conduisit à l'apparition du HFT, car avec l'adoption de ce modèle,

« Trading for many firms became a race to capture the trade, to get in front of the queue to buy and snap up the rebate, only to pivot in a fraction of a second and sell, capturing another toll. Speed was paramount, and so was high volume. The more trades, the more speed, the more rebates (Patterson, 2012, p. 159). »

Stratégie de négociation complètement automatisée visant à la fois à tirer avantage du *liquidity rebate* et de l'écart de prix entre les ordres d'achat et de vente, le HFT devint rapidement une pratique des plus lucrative pour Island et Archipelago. En effet, explique Patterson (2012, p. 41), « to the pools, high-frequency trading [...] was like a magical elixir. It brought massive volume, resulting in massive profits. Since the pools made money by executing trades, the more volume they received, the more money they racked in » (Patterson, 2012, p. 41). Or, en dépit du *maker-taker model* alors adopté par les deux plateformes, le HFT demeura somme toute assez marginal, et ce, pour une raison très simple : les négociateurs haute fréquence compétitionnaient avec d'autres négociateurs haute fréquence. Pour reprendre les termes de Patterson (2012, p. 181): « [Island] had made a simple, thought profound, mistake. By being the fastest, cheapest and most reliable electronic network, it appealed to the fastest and most sophisticated traders. The result: Island was a pool full of sharks devouring one another ». Pour remédier à la situation, une solution simple s'imposa alors : attirer des investisseurs traditionnels – ce que plusieurs appelaient alors le *dumb money* – afin que les ordres de ces derniers puissent être exploités par la négociateurs haute fréquence.

Si les ordres des investisseurs individuels représentaient une bonne source de nourriture pour les requins d'Island et d'Archipelago, c'est sans contredit les ordres

des investisseurs institutionnels qui s'avéraient les plus nutritifs. Pourquoi? Parce que leurs ordres étaient nettement supérieurs à ceux des investisseurs individuels, lesquels ne dépassaient presque jamais 100 titres. Or, à l'époque, les gestionnaires de fonds n'utilisaient pas encore les ECN pour accomplir les transactions pour le compte de leurs clients institutionnels, mais avaient encore recours aux services des courtiers de la NYSE, et ce, pour une raison bien précise : parce qu'ils achetaient des titres avec les fonds d'épargne de leurs clients, ils avaient encore tendance à adopter des pratiques prudentielles, et, ce faisant, à préférer les titres *blue chips* cotés à la NYSE à ceux circulant sur le NASDAQ ou sur les bourses émergentes (Patterson, 2012). Devant cette situation, il devint évident pour Island et Archipelago que, pour attirer les investisseurs institutionnels sur leur plateforme afin de les livrer en pâté aux négociateurs haute fréquence, il fallait nécessairement que des *blue chips* y soient négociés. Or, parce que les spécialistes de la NYSE avaient encore le monopole sur la circulation de ces titres, il fallait d'abord et avant tout briser ce monopole. Ainsi, en vue de mettre en échec le monopole des spécialistes sur les titres *blues chip*, Island, mais surtout Archipelago, s'engagèrent dans une véritable campagne de lobbying auprès de la SEC pour la convaincre de mettre fin aux pratiques anticoncurrentielles qui avaient permis aux spécialistes de maintenir le contrôle exclusif des titres cotés à la NYSE pendant si longtemps. Comme nous allons le voir à l'instant, si l'émergence des ECN entraîna l'apparition du HFT, c'est sans contredit la mise en échec des spécialistes qui entraîna le développement de cette pratique, ou encore, sa « routinisation » sur le NYSE et les autres grandes bourses.

5.4.2 La dissolution du monopole des spécialistes par la SEC et le développement du HFT

Si le HFT fit son apparition sur le ECN, c'est néanmoins la dissolution du monopole des spécialistes de la NYSE sur les titres *blue chips* qui favorisa le développement de cette pratique. Trois mesures adoptées par la SEC sous l'influence

d'Archipelago permirent une telle dissolution. La première d'entre elles fut l'abolition de la règle 390, laquelle empêchait jusqu'alors les courtiers membres de l'organisation d'effectuer des transactions sur les titres cotés à la NYSE avant avril 1979 sur le tiers marché – soit ailleurs que sur la NYSE (Gorham et Singh, 2009; Markham et Harty, 2008). En fait, si elle ne concernait que les titres cotés avant avril 1979, cette règle était néanmoins très lucrative pour les spécialistes. En effet, parce qu'elle s'appliquait aux actions des corporations américaines établies depuis longtemps et jouissant d'une excellente réputation, telles IBM, General Electric et Exxon, cette règle parvenait à retenir près de 30 % de tous les titres cotés à la NYSE, ce qui, pour l'organisation, représentait près de la moitié de son volume d'échange (Kam, Panchapagesan et Weaver, 2000). Pour les firmes telles Merrill Lynch, Morgan Stanley et Goldman Sachs, qui, en plus d'effectuer la majorité des transactions sur les actions de ces entreprises, étaient devenues de très gros joueurs en matière de trading haute fréquence sur Archipelago – Goldman Sachs étant l'un des plus importants utilisateurs d'Archipelago, et probablement l'un des plus influents –, cette règle était loin d'être avantageuse, et ce, parce qu'elle rendait impossible l'internalisation des flux d'ordres de leurs clients institutionnels (Kam, Panchapagesan et Weaver, 2000; Markham et Harty, 2008). Comme l'expliquent Kam, Panchapagesan et Weaver (2000, p. 3) à propos de cette pratique pouvant essentiellement être effectuée sur les ECN,

Instead of sending orders to the exchange, members can trade with them in-house. This allows them to capture the spread as well as lay off proprietary positions discreetly. Internalization can be highly profitable as firms can choose to trade only with selected orders (presumably orders with least information) and send the rest to the NYSE or other market venues.

Or, en étant tenues de transiger à la NYSE, les firmes membres spécialisées dans la négociation de titres cotés avant 1979 étaient obligées d'avoir recours aux services d'un spécialiste. Ce faisant, non seulement une part de leurs profits engrangés sous forme de commission se voyait alors capturée par cet intermédiaire particulier, mais elles se trouvaient également dans l'impossibilité d'exploiter le flux d'ordres par leur

département de HFT. Pour ces deux raisons, les firmes telles Merrill Lynch, Goldman Sachs et Morgan Stanley firent donc pression pour que la règle 390 soit abolie, sous peine d'entamer des poursuites pour pratiques anticoncurrentielles. Bien que la SEC n'ait approuvé la décision que le 8 mai 2000, cette *working rule* fut néanmoins abrogée par la NYSE en 1999. Dès lors, les spécialistes perdirent une importante partie de leur volume d'échange, et ce, au profit des ECN et, plus particulièrement, d'Archipelago (Patterson, 2012).

La seconde mesure qui éroda le monopole des spécialistes et qui, ce faisant, permit aux ECN d'attirer le *dumb money* des investisseurs institutionnels fut la mise en place de système de cotation en décimal. Avant que cette mesure ne soit adoptée, la cotation des titres se faisant en fraction. Cela veut dire que, lorsqu'un spécialiste de la NYSE ou un teneur de marché du NASDAQ établissait un prix de vente et un prix d'achat pour un titre donné, il le faisait en quart de dollar et, bien que plus rarement, en huitième de dollar. Ainsi, si un spécialiste achetait un titre à 50 \$, le plus petit prix auquel il pouvait le revendre était 50 \$ 1/8. Lorsque les spécialistes et les teneurs de marchés se faisaient demander pourquoi ils établissaient encore leurs prix en fractions plutôt qu'en centimes, ils rétorquaient que c'était plus facile ainsi et que, ce faisant, ils favorisaient la liquidité sur le marché (Patterson, 2012). Or, pour les négociateurs haute fréquence qui, à la fin des années 1990, se faisaient de plus en plus nombreux, la cotation en fraction les empêchait de véritablement faire concurrence aux spécialistes sur les titres cotés à la NYSE et, partant, d'exploiter le *dumb money* des investisseurs institutionnels. En effet, « it was as if a car dealer who bought a Mustang from Ford for \$30,000 could *only* resell it for \$35,000. A competitor who wanted to sell the same model Mustang for \$32,500 couldn't [...] » (Patterson, 2012, p. 77). Pour eux, une seule raison empêchait que les prix soient établis en décimale : l'avidité des spécialistes et des teneurs de marchés. En effet, explique Patterson (2012, p. 76), « the dealers and specialists who controlled the NYSE and Nasdaq stocks were the very people who would be smashed by penny pricing ». Afin

d'attirer des investisseurs institutionnels sur leur plateforme de négociation, il devint alors évident pour les propriétaires d'Archipelago que le système de cotation en décimale devait être adopté. Avec une telle mesure qui réduirait leurs profits à néant, les spécialistes seraient contraints de fermer boutique. N'ayant plus d'intermédiaires désignés vers qui se tourner, les investisseurs institutionnels seraient dès lors tenus de se tourner vers les négociateurs haute fréquence pour acheter ou vendre les titres cotés à la NYSE. Ainsi, à la fin des années 1990, Archipelago s'engagea dans une importante campagne de lobbying auprès de la SEC en vue de la mettre en garde contre la pratique de cotation anticoncurrentielle des spécialistes de la NYSE et de la convaincre d'adopter le système de cotation en décimal. Le discours des propriétaires d'Archipelago trouva alors écho au sein de la Commission, et ce, pour une raison bien précise : depuis 1994, la SEC avait les pratiques de cotations des teneurs de marchés du NASDAQ dans sa ligne de mire. En effet, au cours de cette année, une étude de Bill Christie et Paul Shultz intitulée « Why Do Nasdaq Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes » démontra que les teneurs de marché agissaient de connivence pour établir des prix élevés et ainsi s'assurer de toujours empocher des profits importants. Plus spécifiquement, explique Patterson (2012, p. 102),

« The two professors had noticed something very *odd*, in the data: Nasdaq market makers rarely if ever posted an order in "odd-eighth" – as in 10 \$ 1/8, 10 \$ 3/8, 10 \$ 5/8, or 10 \$ 7/8 [...]. When they looked at spreads for stocks on the NYSE or the American Stock Exchange, by comparison, they found a consistent use of odd-eighth. That meant that the Nasdaq market makers must be deliberately colluding to keep the spreads artificially wide. Instead of the minimum spread of 12.5 cents (one-eighth of a dollar), spreads were usually twenty-five or fifty cents wide. That extra 12.5 cents were coming directly out of the pockets of investors. Add it up, and the Nasdaq's market makers were siphoning *billions* out of pockets of investors. »

Mise au courant de cette étude, la SEC entama presque immédiatement une enquête visant à démontrer si, oui ou non, les teneurs de marché allaient à l'encontre de la loi antitrust. Ayant trouvé plusieurs preuves démontrant explicitement la collusion entre les teneurs de marchés, la SEC envisagea alors d'adopter le système de cotation en décimale. Or, elle n'y parvint jamais, et ce, en raison de l'importante

campagne de lobbying dans laquelle le NASDAQ s'engagea alors. Même si, cotant en huitième, les spécialistes de la NYSE avaient été épargnés par la SEC, ceux-ci aussi tentèrent par tous les moyens de convaincre la SEC de ne pas adopter une telle mesure. Devant l'importante entreprise de lobbying des deux plus grandes bourses des États-Unis, la SEC abandonna par ailleurs toutes ses tentatives de mise en place d'un système de cotation en décimale. Cependant, à la fin des années 1990, au moment où Archipelago s'engagea dans sa campagne de propagande contre les pratiques de cotation des spécialistes de la NYSE, la SEC se révéla par ailleurs très favorable à la décimalisation des échanges. Ainsi, en 2001, cette mesure fut définitivement adoptée. Dès lors, explique Patterson (2012, p. 176) :

Spreads started to narrow dramatically. Traders going head-to-head kept upping the ante a penny at the time, until at last the spread between a buy and a sell for heavily traded stock was... one penny [...]. Such hyper-progressive trading proved extremely hard for human traders. Computers, however, could easily jungle the load.

Résultat ?

Human market makers started to drop out of business in droves. Specialists on the floor of the New York Stock Exchange began to close shop, their profits eroded so ferociously that most simply began to look for new line of work. Taking their place: high-frequency traders (Patterson, 2012, p. 177).

Si l'abolition de la règle 390 et la décimalisation des échanges mirent à mal le monopole des spécialistes sur les titres cotés à la NYSE, le coup de grâce vint en 2005, lorsque la SEC annonça qu'en 2007, la réglementation NMS (mieux connue sous le nom de Reg NMS, l'abréviation pour Regulation National Market System) allait être adoptée. En vertu de cette réglementation, l'ensemble des plateformes de négociation présentes aux États-Unis allaient être connectées sur un seul et même système national. Grâce à ce système, tout ordre d'achat et de vente allait dorénavant être envoyé à la plateforme affichant le meilleur prix. Dès lors,

« If an investor placed an order to buy Intel at the NYSE, where it was sell for \$20.01, and there was a better price at Nasdaq, say, \$20, the order would instantly be routed to Nasdaq. The prices were shared among exchanges and dark pools on an electronic ticker tape called Securities Information Processor, widely known as the SIP feed (Patterson, 2012, p. 49). »

Pour les spécialistes de la NYSE, cette mesure allait définitivement les mettre en faillites : non seulement ils ne pourraient plus conserver leur cotation secrète, mais ils ne pourraient plus rivaliser avec les négociateurs haute fréquence qui, en vertu de leur sophistication technologique leur permettant de prendre acte en un instant de l'ensemble des ordres placés sur le marché, seraient toujours en mesure d'effectuer en premier les transactions sur les titres cotés à la NYSE.

En permettant aux titres cotés à la NYSE de circuler sur le tiers marché et en érodant les possibilités de profits des spécialistes de la NYSE, l'abolition de la règle 390, la décimalisation des échanges et l'annonce de la régulation NMS permirent aux ECN, et plus particulièrement à Archipelago, d'attirer les investisseurs institutionnels de même que leur *dumb money*. En effet, non seulement les firmes de courtage telles que Goldman Sachs se mirent dorénavant à effectuer les ordres d'achat sur les titres cotés à la NYSE de leurs clients institutionnels sur cette plateforme, mais, devant la déchéance des spécialistes, plusieurs de ces grands investisseurs choisirent de se tourner vers le tiers marché pour échanger des *blue chips*. Parvenant à capter de plus en plus de gros ordres d'achat et de vente, ces plateformes attirèrent bientôt de plus en plus de négociateurs haute fréquence. Dès lors, une véritable guerre technologique se déclencha entre les traders HFT, mais aussi, entre les ECN, et à plus forte raison, entre Island et Archipelago. Si, pour les négociateurs haute fréquence, l'enjeu était d'effectuer en premier la transaction, pour les deux plateformes électroniques, il s'agissait plutôt d'attirer le plus grand nombre de firmes HFT, puisque, générant un très grand volume d'échanges, celles-ci représentaient une source de profit colossal pour satisfaire le désir de rapidité de leurs clients⁵⁵ et ainsi augmenter leur *commercial goodwill*, Island et Archipelago se mirent à offrir aux firmes de HFT une gamme de services particuliers, tous plus lucratifs les uns que les autres. Ainsi, sous la pression de la firme TradeBot, soit l'une des plus

⁵⁵ Selon une firme de HFT (citée dans Patterson, 2012), un avantage d'une seconde équivaut à près de 100 millions de profit.

importantes firmes de HFT, Island offrit rapidement à ses clients haute fréquence la possibilité de louer, en échange de quelques dizaines de milliers de dollars par mois, une place près des serveurs de la plateforme pour y placer leur ordinateur. Mieux connue sous le nom de colocation, cette pratique fut rapidement reprise par Archipelago qui, bientôt, fit construire un bâtiment spécial à cet effet dans l'État du New Jersey. En outre, moyennant quelques frais, cette plateforme en vint également à offrir à ses clients HFT l'opportunité d'effectuer des ordres particuliers, soit des ordres qui ne seraient jamais transmis au Nasdaq ou à la NYSE, ou encore, des ordres indétectables. Grâce à ces services, le HFT gagna énormément de terrain aux États-Unis. Au début de 2005, près de 25 % des transactions sur actions étaient accomplies à haute fréquence (Patterson, 2012). Bientôt, ce fut les marchés des obligations, des options, des matières premières et des devises qui furent investis par cette catégorie particulière de traders (Patterson, 2012; Morin, 2015). Or, avec la mise en échec des spécialistes de la NYSE par la SEC, le HFT ne fit pas qu'augmenter de manière quantitative, mais transforma en profondeur le système financier national et international, et ce, pour une raison bien précise : les spécialistes n'assistèrent pas à leur déchéance de façon passive, mais contre-attaquèrent.

5.5 La riposte des spécialistes de la NYSE au développement du HFT et la formation de bourses multinationales géantes

Le développement du HFT transforma radicalement la stratégie concurrentielle de la NYSE. En effet, alors que le HFT gagnait de plus en plus de terrain et menaçait encore davantage le monopole déjà érodé des spécialistes de la NYSE, ceux-ci, encore majoritaires dans les instances décisionnelles de l'organisation, prirent dès lors action pour remédier à la situation et retrouver leur

puissance. Ainsi, en avril 2005, la NYSE se démutualisa⁵⁶ et fusionna avec son plus grand rival : Archipelago. Nommée NYSE Arca, la nouvelle bourse qui naquit de la plus grande transaction financière accomplie jusqu'alors dans le monde⁵⁷ devint la propriété du NYSE Group, soit une société de holding détenue à 70 % par les firmes de la NYSE et à 30 % par les actionnaires de Archipelago. Dans le cadre de cette fusion, les détenteurs de sièges au sein de l'organisation obtinrent deux millions de dollars pour chaque siège détenu (Patterson, 2012). Goldman Sachs, qui possédait alors 15 % des actions d'Archipelago et qui, grâce à sa firme de spécialistes Spear, Leeds & Kellogg, détenait un bloc entier de sièges à la NYSE, fut l'un des grands gagnants de cette transaction (Patterson, 2012).

Or, la fusion de la NYSE avec Archipelago ne permit pas seulement aux détenteurs d'actions et de sièges de s'enrichir : elle favorisa encore davantage le développement du HFT, et ce, pour une raison bien précise : dans les jours qui suivirent l'opération, la NYSE Arca adopta le processus d'échange et la structure tarifaire qui prévalaient sur Archipelago. Dès lors, plus de 40 % des titres cotés à la NYSE se trouvèrent échangés automatiquement, au moyen d'ordres limites et d'ordres au marché (Gorham et Singh, 2009). Ce faisant, c'est sur 40 % des titres *blue chips* que le HFT s'appliqua. Ainsi, selon la SEC (citée dans Hollander, 2013, p. 173) à la fin de 2005, année au cours de laquelle la NYSE se démutualisa et fusionna avec Archipelago, le HFT explosa de 35 % aux États-Unis. Comme le HFT

⁵⁶ Comme la NYSE avait encore la forme légale d'un club, elle dut d'abord adopter un nouveau statut juridique – celui de société par actions – pour pouvoir fusionner avec Archipelago, déjà enregistrée sous cette forme. C'est le passage du statut d'organisation à but non lucratif à celui de société par actions que l'on nomme démutualisation. Pour en donner une définition plus précise, « demutualization is the process of converting a non-profit, mutually owned organization to a for-profit, investor-owned corporation. The members of mutually owned exchanges – that is, broker-dealers with “seats” on the exchange – are also its owners, with all the voting rights conferred by ownership. In contrast, a demutualized exchange is a limited liability company owned by its shareholders. Trading rights and ownership can be separated; shareholders provide capital to the exchange and receive profits, but they need not conduct trading on the exchange » (Aggarwal, 2002, p. 5).

⁵⁷ La nouvelle entité fut évaluée à 3.5 milliards de dollars (Patterson, 2012).

était dorénavant la principale pratique sur la base de laquelle le NYSE Group parvenait à enregistrer ses profits, la NYSE Arca se mit alors à mettre en place tout un ensemble de mesures pour augmenter son *commercial goodwill* et attirer des opérateurs haute fréquence, dont la colocation, l'accès direct et les ordres spéciaux. En outre, les firmes de spécialistes furent officiellement remplacées par des firmes de trading haute fréquence : alors que, dans les années 1990, vingt-cinq spécialistes se partageaient le parquet de la NYSE, en 2012, seulement quatre firmes, dont trois de HFT, agissaient en tant que teneurs de marché⁵⁸ (Patterson, 2012). Selon Hollander (2013, p. 173) « HFT [was] the main reason trading volume on the NYSE has increased 150 per cent in five years: total daily volume in trading stocks listed on the NYSE went from about 2 billion shares a day in 2005, to an average of about 5 billion shares a day in 2010 ».

Or, la fusion de la NYSE avec Archipelago et le développement du HFT sur cette nouvelle plateforme ne fut pas sans conséquence. Bien au contraire : ces deux phénomènes participèrent à la formation d'organisations boursières géantes tournées vers la satisfaction des besoins des firmes haute fréquence. En effet, la NYSE Arca devint si puissante qu'elle entraîna dans la foulée d'autres opérations de fusion et acquisition. Dans les faits, la première fusion de grande envergure qui suivit la formation de la NYSE Arca fut sans contredit celle du NASDAQ avec Instinet, qui avait elle-même fusionnée avec Island (Gorham et Singh, 2009; Markham et Harty, 2008). En vertu de cette fusion, le NASDAQ adopta très rapidement un nouveau modèle d'affaires basé sur la satisfaction des besoins des firmes de HFT et représenta

⁵⁸ Si, selon les dirigeants de la NYSE, les firmes de HFT augmentent la liquidité en diminuant la fourchette de prix, cet effet bénéfique se voit toutefois remis en cause lorsque l'on s'intéresse au nombre de titres achetés et vendus par transaction. Si au cours des années 1990, les spécialistes accomplissaient des transactions comportant en moyenne 1000 titres, les négociateurs haute fréquence n'achètent et vendent en moyenne que 100 titres à la fois (Patterson, 2012). Cela veut dire que, pour un ordre d'achat de 100 000 titres, beaucoup plus de transactions sont maintenant nécessaires et que, puisqu'à chaque transaction, le prix fluctue, le trader haute fréquence devient en mesure d'empocher un profit sur un écart qu'il a lui-même artificiellement et volontairement créé.

très rapidement un nouveau danger concurrentiel pour la NYSE Arca. Comme l'expliquent Gorham et Singh (2009, p. 74), « new waves of competition [...] from its old rival Nasdaq have continued to challenge the NYSE with their high-speed trading systems and have forced the NYSE to rethink its strategy once again ». Pour continuer à faire du profit en dépit du contexte états-unien qui devint vite saturé, la NYSE Arca fusionna avec Euronext⁵⁹ en 2006 (Gorham et Singh, 2009). Nommée NYSE Euronext, cette première bourse transatlantique devint alors la propriété du NYSE Euronext Holding, soit une société formée du NYSE Group et du Groupe Euronext. Dans les mois qui suivirent la formation de cette nouvelle et puissante organisation, d'autres fusions et acquisitions transnationales eurent lieu, dont le NASDAQ avec OMX Nordic⁶⁰. Ce qu'il est important de noter ici, c'est que chaque nouvelle bourse géante ainsi créée tenta d'implanter le HFT et d'offrir de nouveaux services technologiques toujours plus puissants et rapides que ceux de leurs adversaires (Gravelle, 2013; Ben Slimane, 2012), et ce, dans le but de générer un nombre toujours plus élevé de transactions et de faire du profit sur chacune d'entre elles. Avec la démutualisation de la NYSE et la vague de fusions-acquisition qui s'en suivit, explique Poser (2001, p. 499) : « the [...] stock exchanges [began] transforming themselves into ECNs ». Ce faisant, soutient Elliot (2002) les bourses de valeurs mobilières devinrent ce qu'elle appelle des « *technology providers* ». En vertu de ce nouveau rôle, le HFT explosa littéralement au cours de cette période. Si, jusqu'en 2004, cette forme de négociation était concentrée aux États-Unis et ne représentait alors que 10 % du volume total des transactions effectuées sur les valeurs mobilières, en 2009, non seulement le HFT en vint à correspondre à près des deux tiers du volume total des transactions états-uniennes, mais, ayant passé les frontières grâce aux opérations de fusion et acquisition, il constitua également près de deux tiers du volume total des transactions mondiales (Gyurko, 2010 ; IOSCO, 2011 ; SEC,

⁵⁹ Euronext est la première bourse paneuropéenne à avoir vu le jour. En 2006, au moment où la NYSE Arca fusionna avec elle, elle était alors constituée de la Bourse d'Amsterdam, de la Bourse de Bruxelles, de la Bourse de Paris, de la Bourse de Lisbonne et du marché des dérivés LIFFE.

⁶⁰ OMX Nordi est une bourse formée des bourses des régions nordique et baltique.

2011; Gomber, Arndt, Lutat et Uhle, 2011 ; Leis, 2012; Golstein, Kumar et Graves, 2014).

La formation de telles bourses multinationales géantes tournées vers la satisfaction des besoins des négociateurs haute fréquence favorisa cependant le développement de deux nouvelles formes d'abus, et ce, parce que la compétition par la technologie atteignit rapidement une limite, soit celle de l'innovation elle-même (on ne peut mettre en place une technologie plus puissante que son concurrent si cette technologie n'est pas encore inventée). Dans un premier temps, l'apparition de ces nouvelles formes d'organisations boursières participa à la constitution d'un puissant lobby ayant pour but d'influencer les politiques financières et les réglementations à la faveur du développement du HFT. Les lobbies ne sont certes pas nouveaux. Nous avons d'ailleurs remarqué à plusieurs reprises au cours des chapitres précédents à quel point les différentes bourses y eurent recours pour faire avancer leur cause. Or, historiquement, ces lobbys ont toujours été multiples et fragmentés. En effet, parce que chaque bourse avait sa propre spécialité, parce que les participants avaient tous des intérêts différents, en conflit les uns avec les autres, et parce que les investisseurs-spéculateurs avaient eux aussi des intérêts qui divergeaient de ceux des courtiers avec qui ils faisaient affaire, les lobbys étaient multiples et variés, en ce sens où chacun d'eux défendait les intérêts spécifiques d'un groupe particulier. Ce faisant, il était possible pour les régulateurs de s'y opposer.

Or, avec la formation de ces bourses géantes, la situation devint radicalement différente : on assista à la constitution d'un lobby unique, financé à la fois par les bourses, les courtiers, les spécialistes et les spéculateurs, et défendant une seule et même cause, soit celle du HFT. Devant la puissance financière d'un tel lobby parlant d'une seule et même voix, il devint plus difficile pour les régulateurs de résister à la mise en place de *working rules* favorisant le développement de cette pratique. Pour preuve, en juillet 2007, sous l'influence de ce lobby, la SEC entreprit d'abolir la

réglementation appelée « *uptick rule* » (Patterson, 2012). Mise en place en 1938, cette règle interdisait la spéculation sur des actifs à la baisse. En vertu du *uptick rule*, toute personne désirant empocher un profit d'un marché baissier devait néanmoins attendre que le prix du titre convoité ait à nouveau monté avant de s'engager dans une transaction. Selon Patterson (2012, p. 254): « that helped prevent short sellers from bear raids in which they piled into a stock and relentlessly drove it down short after short ». Or, pour les négociateurs haute fréquence, et partant, pour les bourses qui tiraient profit de cette nouvelle forme de négociation, le *uptick rule* s'avérait par ailleurs désavantageux. En effet, explique Patterson (2012, p. 254), « the need to wait for an uptick in a stock before it could be shorted made it more difficult to jump in and out of stocks at lightning speeds ». Ainsi, en vue d'abolir cette réglementation et d'augmenter leurs profits respectifs, les bourses et les firmes de HFT s'engagèrent ensemble dans une importante entreprise de lobbying auprès de la SEC. Sous l'influence de ce lobby, la SEC entreprit finalement d'abolir le *uptick rule* en 2007. Cette abolition eut par ailleurs des effets dévastateurs sur l'économie états-unienne et, plus largement, sur l'économie mondiale, et ce, parce qu'elle participa à la crise des *subprimes* en 2008. Selon Kaufman (cité dans Patterson, 2012), si ce sont sans contredit les produits financiers complexes qui furent à l'origine de la crise, il n'en demeure pas moins que c'est l'abolition du *uptick rule* qui permit à certaines grandes firmes de tirer profit d'un marché baissier. Après avoir été lourdement accusée d'avoir participé à la faillite de Lehman Brothers par sa décision d'abolir le *uptick rule*, la SEC remit par ailleurs en place cette réglementation. Ainsi, comme on peut le voir à l'aide de cet exemple, la formation d'une oligarchie boursière mondiale peut, par son lobby puissant, faire pression sur les régulateurs afin que ceux-ci agissent dans leur intérêt.

La deuxième forme d'abus liée à la formation de bourses multinationales géantes tournées vers la satisfaction des besoins des négociateurs haute fréquence concerne le caractère tentaculaire de ces dernières. Pour comprendre cette deuxième

forme d'abus, rappelons que, dorénavant, les bourses à travers le monde sont non seulement tournées vers le développement du HFT, mais elles sont aussi la propriété de quelques sociétés de holding. Dans ce contexte, il devient très difficile pour les régulateurs, dont la juridiction est généralement nationale, d'encadrer les firmes de HFT, mais aussi, les bourses qui favorisent son développement. D'abord, en ce qui concerne la réglementation des firmes de HFT, si les États-Unis décident par exemple à travers la SEC de mettre en vigueur une règle qui mine les intérêts des négociateurs haute fréquence, ceux-ci, dans un contexte où les bourses, en plus d'être interconnectées, sont presque toutes tournées vers le développement de cette pratique, n'auront qu'à aller œuvrer sur les bourses d'un pays où la réglementation est beaucoup plus avantageuse. Dans le passage suivant, Patterson (2012, p. 289) donne plusieurs exemples de délocalisation :

« Frustrated by post-financial meltdown of volatility in the United States, high-speed traders were flocking to Asia. Firms such as Getco and Citadel were setting up operations in Far East [...]. International banks such as Goldman Sachs, Citygroup, and Morgan Stanley quickly signed up [at the National Stock Exchange of India]. »

En ce qui concerne l'encadrement des bourses qui favorisent le développement de cette pratique, si une instance nationale met en place une certaine réglementation, les sociétés de holding qui détiennent les bourses en question iront développer leurs activités commerciales sur les plateformes qu'elles possèdent hors pays. Autre possibilité pour la société de holding : mettre en place une nouvelle bourse à l'étranger ou tout simplement s'engager dans un processus de fusion-acquisition afin d'engloutir les organisations boursières des pays ayant des réglementations flexibles. À la lumière de ce qui vient d'être dit, on comprend que les réglementations nationales sont tout simplement inefficaces pour encadrer les bourses multinationales géantes qui ont émergé avec le développement du HFT. En effet, plutôt que de régler les problèmes liés à certaines pratiques jugées abusives, les réglementations nationales ne font en fait que les déplacer. Ce faisant, les nouvelles organisations boursières ont par conséquent les coudées franches pour continuer à étendre leur

pouvoir économique, ou encore, mais toujours dans le même sens, pour éliminer toute forme d'obstacle pouvant miner ses intérêts. En fait, on peut même dire que, dans le contexte de la généralisation du HFT, c'est par leur capacité à obtenir des réglementations nationales favorables ou à échapper à celles qui leur sont nuisibles que les bourses multinationales géantes parviennent à augmenter leur *commercial goodwill* et à multiplier leurs opportunités de profits.

5.6 Conclusion

Dans ce chapitre, nous nous sommes intéressés à la dissolution du monopole des spécialistes de la NYSE par la SEC et à la façon dont cette dissolution permit le développement du HFT. Dans un premier temps, nous nous sommes penchés sur l'arrivée des investisseurs institutionnels sur le marché des actions et sur la façon dont leurs importants ordres d'achat et de vente conduisirent à l'érosion des opportunités de profit des spécialistes. Nous avons alors vu que, pour conserver leurs avantages, ces intermédiaires particuliers utilisèrent leur position privilégiée au sein du Governing Committee pour mettre en place une *working rule* qui, empêchant les courtiers d'aller négocier des titres pour le compte de leurs clients institutionnels sur d'autres bourses, mena ces derniers à adopter un système parallèle de *soft dollars* et de *give-ups*.

Dans un deuxième temps, nous nous sommes intéressés à l'euphorie spéculative induite par l'existence des *soft dollars* et des *give-ups*, de même qu'à la façon dont cette euphorie, combinée à l'inadaptation de la structure du *going plant* de l'organisation et de celle des firmes de courtage, mena à une crise financière similaire à celle de 1929 et à la renaissance subséquente de la SEC. Nous avons alors vu que, plutôt que de s'attaquer au monopole des spécialistes, celle-ci partit en croisade contre les privilèges des courtiers de la NYSE et abolit le système des *give-ups*, de même que les frais de commission fixes.

Dans un troisième temps, nous nous sommes intéressés au développement des ECN et à l'apparition du HFT sur ces mêmes plateformes. Nous avons alors vu que, pour favoriser le développement de cette pratique fort lucrative, laquelle dépendait de la présence du *dumb money* des investisseurs institutionnels et, par extension, de la négociation des titres *blue chips*, les propriétaires des ECN firent pression sur la SEC, maintenant bien active, pour que celle-ci s'attaque aux pratiques anticoncurrentielles par lesquelles les spécialistes étaient parvenus à conserver leur mainmise sur la négociation des *blue chips* en question. Nous avons enfin montré comment l'abolition de la règle 390, la décimalisation des cotations et l'annonce de la régulation NMS mirent définitivement un terme au monopole des spécialistes et permirent au HFT de se développer sur les ENC.

Finalement, nous avons vu que le développement du HFT sur les ECN ne fut pas sans effets sur la NYSE et, plus largement, sur l'ensemble des bourses nationales et internationales. Nous avons en effet constaté que, n'assistant pas à leur déchéance de façon passive, les spécialistes, encore majoritaires sur le Governing Committee de la NYSE, décidèrent de démutualiser l'organisation et de fusionner avec sa principale rivale, Archipelago. Dans un effet boule de neige, ce processus de fusion-acquisition entraîna d'autres, lesquels culminèrent dans la formation de bourses multinationales géantes ayant le pouvoir d'influencer la réglementation en leur faveur et d'échapper à celles susceptibles de miner leurs opportunités de profit. Par cette analyse, nous avons alors constaté que, dorénavant, c'est par leur capacité à obtenir des réglementations nationales favorables et d'échapper à celles qu'elles jugent nuisibles que ces nouvelles organisations boursières parviennent à augmenter leur *commercial goodwill* et à se distinguer des bourses concurrentes. En ce sens, nous pouvons affirmer que, tant et aussi longtemps que les modalités de réglementation ne seront pas adaptées à la nouvelle réalité induite par le développement du HFT, les bourses géantes auront par conséquent le champ libre pour éliminer, par des campagnes de lobbying, par l'entremise de fusion-acquisition, ou encore, par le biais

de nouvelles tactiques encore jamais observées, tout ce qui pose un frein à la multiplication de ses opportunités de profits.

CONCLUSION

The money. The power. The Big Board.

Scott Patterson, *Dark Pools*

Dans le cadre de cette thèse, nous nous sommes intéressés au *high frequency trading*. Nous avons vu que cette pratique boursière très récente, qui consiste à utiliser des algorithmes d'un bout à l'autre du processus de placement afin de détecter les micromouvements de marché et d'en tirer un maximum de profit, se caractérise par un volume de transactions très important, par une rotation quotidienne élevée du portefeuille et par l'absence de détention de titres à la clôture des marchés; qu'elle est essentiellement utilisée par des investisseurs privés; que son efficacité repose sur la vitesse d'exécution, c'est-à-dire sur la faculté à repérer les écarts de prix et à effectuer les transactions avant les autres; et, finalement, que les principales stratégies à partir desquelles elle tire avantage de la fluctuation des cours sont la tenue de marché, l'arbitrage et les stratégies directionnelles.

Par la suite, nous nous sommes intéressés aux analyses existantes du HFT, lesquelles ont pour l'essentiel été effectuées par la microstructure. Nous avons alors vu qu'à l'intérieur de cette discipline, on retrouve trois grandes catégories d'analyse du HFT, soit celles qui se sont penchées sur les effets du HFT sur la microstructure de la liquidité; celles qui se sont intéressées à l'impact de cette pratique sur l'intégrité des marchés; puis, finalement, celles qui ont porté sur les risques systémiques induits par ce nouveau phénomène. Selon ces analyses, en même temps que le HFT contribuerait à augmenter la liquidité disponible, il conduirait par ailleurs à

l'apparition de nouvelles pratiques abusives pouvant miner l'intégrité des marchés et pourrait en outre conduire à de graves crises systémiques qui, dans un effet en cascade, mèneraient à un assèchement de la liquidité sur l'ensemble des marchés. En dépit des risques qu'il comporte, le HFT n'est toutefois pas proscrit par les instances de régulation. S'appuyant sur les études réalisées par la microstructure, les régulateurs ne visent en effet qu'à enrayer les comportements abusifs et à réduire les possibilités de crises systémiques.

Nous avons alors constaté qu'en dépit de leur contribution à la compréhension du HFT, les études réalisées par la microstructure et utilisées par les instances de régulation comportaient une importante limite qui empêchait toute véritable réglementation de cette pratique : en raison du cadre théorique néoclassique sur lequel elles s'appuient toutes, aucune d'entre elles ne s'est intéressée à la façon dont cette nouvelle pratique transforme elle-même les organisations boursières sur lesquelles elle se développe. En effet, stipulant que le rôle des marchés financiers est d'assurer l'allocation optimale des ressources financières disponibles et que cette allocation ne peut être accomplie que sur des marchés liquides, soit sur des marchés où il est possible pour les investisseurs de passer en un instant d'un titre à un remboursement en monnaie, cette discipline en vient alors à affirmer que le rôle de la bourse consiste exclusivement à mettre en place des mécanismes d'échange qui favorisent la liquidité. Dans la mesure où le HFT est considéré par la microstructure et par les instances de régulation comme étant un mécanisme qui augmente de façon considérable la liquidité disponible, il importe dès lors, dans cette perspective, de mettre en place des réglementations qui, tout en limitant les risques que cette pratique comporte, assurent son développement.

Or, comprendre le système boursier dans lequel les pratiques boursières évoluent est très important pour réglementer adéquatement ces mêmes pratiques. En ce sens, le but de notre thèse était alors le suivant : saisir la façon dont le HFT

transforme lui-même les organisations boursières sur lesquelles il se développe. Pour parvenir à une telle compréhension, nous avons par ailleurs besoin d'un cadre théorique qui, redonnant à la bourse son ancrage social, allait nous permettre d'analyser son processus de transformation.

Le cadre théorique que nous avons alors choisi pour analyser la façon dont le HFT transforme les organisations boursières qui favorisent son développement est celui de John R. Commons. Bien que Commons n'ait jamais théorisé explicitement la bourse, cet auteur nous offrait néanmoins une perspective riche pour redonner à cette organisation particulière son ancrage social et, par conséquent, étudier son procès de mutation historique. En effet, s'appuyant sur l'analyse du droit américain, Commons stipule que dans une économie capitaliste la propriété privée est intangible, en ce sens où elle ne renvoie jamais à une chose physique, mais à la valeur monétaire future d'une chose échangée sur le marché. Dans cette perspective, la propriété est donc, *de facto*, indissociable de la liberté d'accès au marché et, plus encore, de la liberté de choisir la meilleure alternative disponible, soit celle permettant d'empocher le meilleur gain. Or, pour Commons, parce que, en tant qu'absence de contrainte, cette liberté permet aux individus « les plus forts » de restreindre, par la force, l'accès des autres au marché, ou encore, de les abuser en vue de maximiser leurs gains, l'État doit donc intervenir en mettant en place deux lois permettant à tout individu subissant un préjudice de faire appel à l'appareil juridique et de demander réparation et/ou compensation, soit une loi sur les contrats et une loi sur la concurrence déloyale. Reposant sur l'existence de ces lois, le capitalisme devient dès lors, dans cette perspective, un système économique fondé, d'un côté, sur la production de biens et des services pour l'usage d'autrui et, de l'autre, sur le contrôle des droits de propriété des valeurs d'usage produites afin d'en obtenir une valeur monétaire sur le marché.

Pour nous, cette approche institutionnaliste fondée sur l'étude du droit était la plus adaptée à l'analyse du HFT, et ce, parce qu'elle nous permettait de redonner à la

bourse son ancrage social et, ce faisant, d'analyser son processus de transformation historique. En effet, nous avons vu que, dans une perspective commonsienne, la bourse est un *going concern*, soit une entité collective dirigée par la logique de la propriété intangible qui, articulant des dimensions économique, juridique, politique, psychologique et éthique, se transforme dans le temps. De façon plus spécifique, nous avons vu : 1) que la bourse possède une dimension économique, en ce sens où elle est une organisation capitaliste qui contrôle l'accès au processus de négociation des titres financiers en vue d'en revendre le droit d'accès et de réaliser un gain; 2) qu'elle possède également une dimension juridique, puisque, pour se protéger de la liberté des autres, une bourse doit toujours exister en tant qu'entité légale et se soumettre à la loi sur la compétition juste et équitable; 3) qu'elle revêt une dimension politique, en ce sens où, soumise à la loi sur la concurrence, ce n'est que par son *goodwill*, lequel n'est obtenu que par l'entremise de *working rules* mises en place par les individus en position d'autorité, que la bourse parvient à augmenter ses opportunités de profit; 3) qu'elle possède finalement une dimension psychologique et éthique qui nous permet de penser son processus de transformation historique. En effet, nous avons vu que les pratiques boursières qui émergent des *working rules* n'acquièrent jamais un caractère fixe et immuable, mais évoluent dans le temps, dans un procès de transformation historique cumulatif sans début ni fin, sous l'effet de la volonté créatrice des participants et du processus de sélection de nouvelles règles par les individus en situation d'autorité.

À la lumière de ce cadre théorique appréhendant la bourse en tant que *going concern*, nous avons alors avancé deux choses à propos du HFT. D'abord, que cette pratique ne pouvait plus être considérée comme un mécanisme mis en place par la bourse en vue d'augmenter la liquidité disponible sur le marché et n'ayant d'effets que sur cette dernière, mais qu'elle devait être appréhendée comme une pratique qui, apparaissant de façon contingente avant d'être « routinisée » par les dirigeants de la bourse, permettait aux organisations boursières d'augmenter leurs opportunités de

profits. Ensuite, que le HFT n'était pas sans effets sur ces organisations, et ce, parce que les *working rules* desquelles il découle présentaient certaines limites qui, étant exploitées par le *human will in action* des participants, conduisaient à l'apparition de nouveaux problèmes de concurrence devant être pris en charge par les individus en position d'autorité. À la lumière de ce cadre théorique nous permettant de redonner à la bourse et au HFT leur ancrage social, nous avons donc avancé que, pour réglementer adéquatement cette pratique, il fallait d'abord et avant tout saisir comment elle transforme la façon dont les bourses parviennent à se démarquer de leurs concurrentes et à réaliser du profit.

Pour mener à bien notre analyse, nous avons utilisé la *comparative method of reasoning* élaborée par Commons, laquelle consiste à étudier à la fois le processus de mutation de l'action individuelle et le processus de sélection des comportements par individus en position d'autorité. Nous avons d'abord vu que, dans cette perspective, les phénomènes économiques s'étudiaient dans un premier temps à travers les trois éléments qui caractérisent un *going concern*, soit les *working rule* mises en place par l'organe de contrôle, le statut légal de l'organisation et les lois auxquelles elle doit se soumettre en vertu de ce même statut. Ensuite, qu'il fallait se pencher sur les pratiques inusitées adoptées par les divers participants, de même que sur les multiples facteurs qui ont favorisé leur apparition. Finalement, qu'il fallait étudier la façon dont ces nouvelles pratiques minaient les opportunités de profit de l'organisation, de même que le processus de sélection de nouvelles règles collectives par les individus en position d'autorité. À la lumière de cette méthode, nous avons donc saisi la façon dont le HFT transforme le *goodwill* de la bourse en analysant le processus de mutation comportementale duquel le HFT a émergé, de même que le processus de sélection à partir duquel il a été régularisé par l'organe de contrôle de l'organisation.

Comme le HFT est apparu historiquement aux États-Unis et que, depuis le XIX^e siècle, c'est sur la Bourse de New York que s'appuie l'ensemble du système

financier états-unien, nous avons analysé le HFT en prenant comme point de départ cette bourse particulière. Pour comprendre la façon dont le HFT transforme le choix des opportunités des bourses, nous avons dans un premier temps analysé le procès de constitution historique de la Bourse de New York et du système à partir duquel elle est parvenue à prendre le contrôle du processus de négociation des titres. Par la suite, nous avons étudié le processus de causalité cumulative à l'origine du HFT pour finalement nous pencher sur les *working rules* qui ont conduit à la généralisation de cette pratique. Pour effectuer notre analyse, nous avons utilisé une littérature secondaire et, plus particulièrement, des analyses en histoire financière.

Nous avons alors vu que le HFT a émergé sur les ECN en réaction aux règles anticoncurrentielles mises en place par les spécialistes de la Bourse de New York et qu'il s'est par la suite développé en lien avec l'érosion du monopole que ces derniers avaient réussi à acquérir grâce à leur position privilégiée au Governing Committee. Nous avons également montré que le développement du HFT ne fut pas sans effets sur la Bourse de New York et, plus largement, sur l'ensemble des bourses nationales et internationales, et ce, parce que les spécialistes n'assistèrent pas à leur déchéance de façon passive, mais firent plutôt volte-face en démutualisant l'organisation et en la fusionnant avec sa plus grande rivale, Archipelago. Dans un effet boule de neige, ce processus de fusion-acquisition entraîna d'autres, lesquels culminèrent dans la formation de multinationales boursières géantes tournées vers la satisfaction des besoins des négociateurs haute fréquence, et ayant le pouvoir d'influencer les réglementations en leur faveur et/ou de fuir celles susceptibles de miner leurs opportunités de profit. Grâce à cette analyse, nous sommes donc parvenus à montrer qu'avec la généralisation du HFT, au moment où toutes les bourses offrent dorénavant plus ou moins les mêmes services aux négociateurs haute fréquence, ce n'est plus par le biais de tels services que les organisations boursières parviennent à se démarquer les unes des autres, mais bien grâce aux opérations de fusion-acquisition et, plus particulièrement, grâce à la capacité d'influencer et/ou de

contourner les réglementations boursières que leur confèrent la taille géante et le caractère multinational obtenus par l'entremise de telles opérations.

Les apports de l'analyse que nous avons réalisée dans le cadre de cette thèse sur la compréhension du HFT sont multiples. D'abord, il importe de souligner l'originalité et la richesse de notre approche théorique de la bourse puisqu'elle permet de redonner à cette dernière son ancrage social et d'analyser son processus de transformation. Bien qu'une telle approche puisse nous sembler somme toute assez banale, voire comme allant de soi, il n'en est rien : dans la littérature, la bourse est systématiquement appréhendée d'un point de vue fonctionnaliste. En effet, pour les auteurs néoclassiques comme pour la plupart des auteurs hétérodoxes et des sociologues, la bourse est toujours vue comme instance assurant la liquidité des titres financiers, soit leur « circulation » sur les marchés. Dans cette perspective, non seulement les titres sont vus comme des « choses » circulant « physiquement » d'une main à une autre, mais la bourse en vient à être appréhendée comme une organisation qui, répondant à une fin déterminée et immuable, ne possède aucun ancrage économique et juridique, n'est traversée par aucune logique de pouvoir et n'est soumise à aucun conflit d'intérêts⁶¹. Théoriser la bourse en tant que *going concern* est donc, en ce sens, non seulement original, mais nous permet de poser un regard nouveau sur cette organisation beaucoup plus complexe qu'on le laisse généralement

⁶¹ Nous faisons plus particulièrement référence ici aux approches du circuit et à celles qui s'en inspirent, telle que celle développée par Éric Pineault, lesquelles abordent le capitalisme en termes de circulation monétaire. Or, en analysant le capitalisme de la sorte, ces postures réduisent les transactions financières à des échanges physiques de titres par l'entremise desquels la monnaie circule dans le circuit financier. Dans cette perspective, non seulement les titres financiers deviennent des « choses », mais la bourse perd son ancrage social, puisqu'elle est associée à un lieu qui assure la circulation physique des titres financiers et, par conséquent, la circulation monétaire. Si ces approches comportent d'importantes limites, comme celles que nous venons de présenter, leurs apports sont néanmoins non négligeables : à l'encontre de la théorie de Commons, qui ne nous permet pas de penser la transformation de la logique du capitalisme, les approches du circuit, de même que celles qui s'en inspirent, nous permettent pour leur part d'analyser la transformation du mode d'accumulation et du mode de régulation de ce système économique. En ce sens, pour bien montrer les limites de ces approches sans en masquer les apports, un article complet faisant dialoguer les circuitistes avec l'approche commonsienne devrait être réalisé.

entendre. En effet, fondée sur l'idée de propriété intangible, non seulement cette approche nous permet de sortir du piège de la « circulation » des titres et d'enfin appréhender la complexité sociale sous-jacente à leur négociation, mais elle permet également de redonner à la bourse ses dimensions économique, juridique, politique, psychologique et éthique et, ce faisant, d'analyser son processus de transformation historique.

Ensuite, grâce à notre approche théorique de la bourse, nous avons non seulement pu retracer les processus d'émergence et de développement du HFT, mais nous avons également été en mesure de distinguer l'un de l'autre, en faisant du premier le résultat du *human will in action*, et du second, celui d'une logique de pouvoir. Cette façon d'aborder le HFT est tout à fait originale par rapport à l'approche privilégiée par la microstructure. En effet, comme nous l'avons vu, parce que cette discipline s'appuie sur la théologie de l'efficience propre à la théorie néoclassique, elle en vient du même coup à appréhender le HFT en tant que résultat d'un processus d'évolution naturelle des mécanismes d'échange, ou plus précisément, en tant que résultat naturel de l'évolution technologique. En ce sens, elle laisse entendre que le HFT n'est rien d'autre que le fruit d'une décision rationnelle visant à rendre les marchés plus liquides. En montrant que les processus d'émergence et de développement du HFT – et de toute autre pratique boursière – sont non seulement distincts, mais qu'ils sont liés à un processus de mutation cumulatif propre à la réalité historique, notre approche se veut novatrice par rapport à celle que l'on retrouve dans la littérature actuelle et permet par conséquent d'apporter un regard nouveau sur ce phénomène. En outre, notre analyse nous a aussi permis de voir que ces pratiques, une fois généralisées, n'avaient pas seulement un impact sur la liquidité, mais qu'elles transformaient elles-mêmes les organisations boursières sur lesquelles elles se développaient et, ultimement, qu'elles avaient un impact sur la structure même du système boursier.

Finalement, notre analyse nous a permis de voir que la réglementation actuelle du HFT n'était pas du tout adaptée au type d'organisations boursières que ce phénomène a lui-même contribué à créer. En effet, comme nous l'avons vu, le développement du HFT a conduit à la formation de multinationales boursières géantes tournées vers la satisfaction des besoins des négociateurs haute fréquence, et ayant le pouvoir d'influencer les réglementations en leur faveur et/ou de fuir celles susceptibles de miner leurs opportunités de profit. Or, la réglementation actuelle n'est pas du tout adaptée à ce nouveau contexte, et ce, pour plusieurs raisons. D'abord, alors que les bourses, en tant que multinationales, opèrent dorénavant dans plusieurs pays, la régulation est par ailleurs quant à elle encore effectuée à l'échelle nationale. Ensuite, parlant d'une seule et même voix, ces organisations ont acquis tellement de pouvoir politique et financier qu'elles sont désormais en mesure d'influencer les régulateurs en leur faveur, ou encore, mais toujours dans le même sens, de leur commander des régulations sur mesure, et ce, au détriment du reste de la société. Finalement, la régulation n'est pas adaptée en ce sens où, s'appuyant sur la théorie néoclassique, elle considère encore les bourses comme des organisations qui, ayant pour rôle d'assurer la liquidité des titres, garantissent le financement efficient de l'économie. Or, comme nous l'avons vu, la bourse n'a pas pour principale fonction de répondre à cette soi-disant nécessité. Comme nous avons pu le constater dans cette thèse, non seulement la Bourse de New York a souvent failli à cette tâche, mais à plusieurs moments dans l'histoire, elle a même nui à la liquidité, et ce, au vu et au su des instances de régulation. Nous avons également vu que cette idée selon laquelle le rôle social de la bourse serait d'assurer la liquidité peut être historiquement située, en ce sens où elle fut inventée par les spécialistes de la NYSE pour maintenir leur monopole sur les transactions. En outre, nous avons également constaté qu'il existe des moyens alternatifs de financement des entreprises, comme celui qui fut mis en place par Roosevelt durant la Seconde Guerre mondiale, et que ces moyens remettent radicalement en cause le rôle de la bourse dans le financement de l'économie.

À la lumière de notre approche de la bourse et de l'analyse que nous avons effectuée dans cette thèse, on comprend que, pour mettre en place une réglementation du HFT qui soit adaptée à la taille géante et au caractère multinational des organisations boursières, il faut d'abord et avant tout que les instances de régulation reconnaissent que la bourse ne répond pas à la fonction sociale qui lui est dévolue par la théorie néoclassique et qu'elles lui restituent, comme nous l'avons fait, son ancrage économique, juridique, politique, psychologique et éthique. Cela implique que les régulateurs cessent de ne faire appel qu'à la microstructure – et autres néoclassiques – pour établir leurs réglementations et qu'ils adoptent plutôt un point de vue multidisciplinaire sur la bourse et, plus largement, sur les marchés financiers. Ensuite, pour réglementer adéquatement le HFT, il importe non seulement d'interdire les campagnes de lobbying dans lesquelles les organisations boursières géantes parviennent à s'engager, mais aussi de soumettre les régulateurs à des lois strictes condamnant toute forme de collusion avec le milieu financier. Finalement, dans un contexte où les bourses sont devenues des multinationales au caractère tentaculaire, les régulateurs ne peuvent plus agir exclusivement sur une base nationale. Dans le nouveau contexte créé par le HFT, il devient de plus en plus important, mais aussi de plus en plus urgent, de mettre en place une instance de régulation mondiale pouvant encadrer les organisations boursières et les pratiques qu'elles mettent en œuvre par-delà les frontières.

En dépit de ses nombreux apports à la compréhension des organisations boursières et du HFT, notre thèse comporte néanmoins plusieurs limites qu'il convient de mentionner. La première limite de notre analyse est liée à notre cadre théorique commonsien. En effet, parce qu'elle insiste sur le caractère imprédictible, indéterminé et contingent des phénomènes économiques, ou encore, parce qu'elle est fortement influencée par le pragmatisme américain, lequel donne une grande place au *human will in action*, l'approche de Commons ne nous permet pas d'observer les

grandes logiques historiques du capitalisme et, ce faisant, d'établir un idéal type de ses différentes formes.

La deuxième limite est plutôt de nature axiologique. En effet, si, parce qu'elle permet de prendre en considération les facteurs psychologique, historique, économique et éthique sur lesquels s'appuient les cours de justice pour rendre leur décision en cas de violation des lois, l'approche de Commons se veut des plus pertinentes pour penser la réglementation du capitalisme et de ses phénomènes, elle s'avère néanmoins très faible pour penser la transition vers un autre type d'économie. Notons toutefois qu'une telle transition ne fut jamais l'objectif de Commons : pour lui, c'était plutôt l'adoption d'un *due process of law* permettant la mise en place de ce qu'il appelait un « capitalisme raisonnable » qui importait.

Notre troisième limite se rapporte quant à elle à notre méthode et à notre corpus. D'abord, comme nous n'avons utilisé que des sources secondaires, nous n'avons pas construit notre analyse sur des informations brutes, mais plutôt sur des interprétations de ces informations. Ce faisant, certains faits et événements historiques sur lesquels nous nous sommes appuyés pour analyser le HFT peuvent avoir été rapportés de façon distordue par les auteurs auxquels nous nous sommes référés. Un cas récurrent de distorsion mérite d'ailleurs d'être mentionné : les analyses historiques de la finance et des bourses états-uniennes produites après 1970 reprennent toutes, de façon explicite ou implicite, dans des proportions différentes certes, la théorie de l'efficacité qui se développe à l'époque. À partir de cette date, et plus encore à partir des années 1980 et 1990, il devient en effet très difficile de mettre la main sur des analyses en histoire financière qui n'adoptent pas l'approche fonctionnaliste de la bourse contre laquelle nous nous sommes positionnés dans cette thèse. En ce sens, notre méthode et notre corpus comportent un important biais qui, en dépit de nos efforts pour le dépasser, demeure toujours, soit celui de l'interprétation.

Finalement, notre thèse comporte une importante limite analytique, en ce sens où nous avons omis de nous intéresser à la façon dont le HFT transforme les règles boursières se rapportant au processus de cotation des titres émis par les corporations. Bien que cette omission relève d'un choix délibéré, il n'en demeure pas moins que cette question s'avère des plus importantes pour véritablement encadrer le HFT, et ce, parce qu'elle se rapporte directement aux impacts de cette pratique sur l'économie. En effet, comme nous l'avons vu, parce que, légalement, la valeur des corporations correspond à leur capitalisation boursière, soit à la valeur totale de leurs actions et obligations sur le marché, il en découle que le processus de cotation influence énormément les opportunités de profit à venir de ces entreprises particulières. Plus spécifiquement, parce que le processus de cotation permet aux investisseurs-spéculateurs de spéculer sur la valeur d'échange des titres cotés et, ce faisant, de faire augmenter cette même valeur, il permet du coup d'accroître la capitalisation boursière des corporations. Par l'augmentation de leur capitalisation boursière et, donc, de leur valeur, les corporations sont dès lors en mesure d'augmenter leur *goodwill* et d'obtenir par conséquent davantage de fonds lors d'un prochain processus d'émission, d'augmenter la confiance de leurs créiteurs en leur faculté à générer des revenus à l'avenir, ou encore, celle de leurs employés dans leur capacité à maintenir les emplois. Dès lors que l'on comprend la façon dont le processus de cotation des titres influence le *goodwill* des corporations, il devient tout à fait essentiel de comprendre la façon dont le HFT transforme les *working rules* que les organisations boursières mettent en place en vue de contrôler le processus d'introduction en bourse et celui de la cotation des titres. Dans une prochaine recherche, c'est à cette transformation qu'il conviendra de s'intéresser.

BIBLIOGRAPHIE

- AGGARWAL, Reena, FERRELL, Allen et KATZ, Jonathan, « U.S Securities Regulation in a World of Global Exchanges », Discussion Paper No. 569, *Harvard Law School*, 2006, pp. 1 à 30.
- ANGEL, James J., et MCCABE, Douglas, « Fairness in Financial Markets: The Case of High Frequency Trading », *Journal of Business Ethics*, 2013, pp. 585 à 595.
- ARTUS, Patrick, « La spéculation », *Revue économique*, Vol.47, No. 3, Développements récents de l'analyse économique : XLIV congrès annuel de l'Association française de science économique, Mai 1996, pp. 409-424.
- ARTUS, Patrick, BRENDER, Anton et THIVEAUD, Jean-Marie, « Le financement de l'économie mondiale. L'expérience historique », *Revue d'économie financière*, no. 14, Le Monde, Automne 1990.
- BACIDORE, Jeffrey M., « Decimalization, adverse selection, and market maker rents », *Journal of Banking and Finance*, No. 25, 2001, pp. 829-855.
- BALLEY, Pierre, *La bourse : mythes et réalités*, Paris, Presses universitaires de France, 1986.
- BANNER, Stuart, « The Origin of the New York Stock Exchange, 1791-1860 », *The Journal of Legal Studies*, Vol. 27, No. 1, 1998, pp. 113-140.
- BARAN, Paul et SWEEZY, Paul, *Le capitalisme monopoliste*, Paris, F. Maspero, 1968.
- BARKER, William et POMERANETS, Anna, « La croissance de la négociation haute fréquence : implications pour la stabilité financière », dans *Revue du système financier*, Banque du Canada, 2011.
- BARON, Matthiew, BROGAARD, Jonathan, KIRILENKO, Andrei, « The Trading Profits of High Frequency Traders », *Working Paper*, 2012.
- BARUCH, Hurd, *Wall Street: Security risk*, Washington, Acropolis Books, 1971.

- BASTIDON GILLES, Cécile, BRASSSEUL, Jacques et GILLES, Philippe, *Histoire de la globalisation financière*, Paris, Armand Colin, 2010.
- BAUER, Grégory H., « Typologie de l'efficiencia des marchés », *Revue du système financier*, Banque du Canada, Décembre 2004, pp. 39-42.
- BAZZOLI, Laure, *L'économie politique de John R. Commons : essai sur l'institutionnalisme en sciences sociales*, Paris, l'Harmattan, 1999.
- BAZZOLI, Laure et DUTRAIVE, Véronique, « L'entreprise comme organisation et comme institution. Un regard à partir de l'institutionnalisme de J.R Commons », *Économie et institutions*, Vol. 1, 2002, pp. 5 à 46.
- BAZZOLI, Laure et DUTRAIVE, Véronique, « La conception institutionnaliste du marché comme construction sociale : une économie politique des institutions », *HAL Archives-ouvertes*, 2004.
- BELLAMY FOSTER, John, *The Theory of Monopoly Capitalism*, New York, Monthly Review Press, 2014.
- BELZE, Loïc et SPIESER, Philippe, *Histoire de la finance. Le temps, le calcul et les promesses*, Paris, Vuibert, 2005.
- BENN, Alec, *The Unseen Wall Street of 1969-1975 and Its Significance for Today*, Westport, Quorum books, 2000.
- BEN SLIMANE, Faten, « Les fusions des marchés boursiers: manger ou être mangé? », *Gestion*, Vol. 38, No. 1, 2013, pp. 66 à 75.
- BHUPATHI, Tara, « Technology's Latest Market Manipulator? High Frequency Trading: The strategies, Tools, Risks and Responses », *North Carolina Journal of Law and technology*, Vol. 11, No. 2, 2010, pp. 377 à 400.
- BIAIS, Bruno, FOUCAULT, Thierry et HILLION, Pierre, *Miccrostructure des marchés financiers. Institutions, modèles et tests empitiques*, PUF, 1997.
- BIAIS, Bruno, FOUCAULT, Thierry et MOINAS, Sophie, « Equilibrium High Frequency Trading », *Working Paper*, Université de Toulouse, 2011.
- BLACK, Fisher et SCHOLES, Myron, « The Pricing of Options and Corporate Liabilities », *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, Mai-Juin 1973, pp. 637-654.

- BLAKEY, Roy. G., et BLAKEY, Gladys C., « The Federal Revenue Act of 1942 », *American Political Science Review*, Vol. 36, No. 6, Décembre 1942, pp. 1069 à 1082.
- BOLTANSKI, Luc et CHIAPELLO, Ève, *Le nouvel esprit du capitalisme*, Paris, Gallimard, 1999.
- BOUBEL, Aurélie et PANSARD, Fabrice, *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La découverte, 2004.
- BOWMAN, Scott, *The Modern Corporation and American Political Thought: Law, Power and Ideology*, University Park (Pen.), The Pennsylvania State University Press, 1996,
- BROGAARD, Jonathan A., « High Frequency Trading and Its Impact on Market Quality », *The Heartland Institute*, Septembre 2010.
- BROGAARD, Jonathan A., « High frequency trading, information and profits », *UK Government's Foresight Project*, Driver Review DR 10, 2011.
- BULLOCK, Seth, « Prospects for Large-scale Financial System Simulation », *UK Government's Foresight Project*, Driver Review DR 14, 2011.
- BUMGARDNER, Larry, « A Brief History of the 1930s Late Securities Laws in the United States and the Potentiel Lesson for Today », *Working Paper*, Graziadio School of Business and Management, Pepperdine University, 2002.
- BURTON, Maureen, NESIBA Reynold et BROWN, Bruce, *An Introduction to Financial Markets and Institutions*, New York, Sharpe, 2010.
- CAPELLE-BLANCARD, Gunther, COUDEREC, Nicolas, et VANDELANOITE, Séverine, *Les marchés financiers en fiches*, Paris, Ellipses, 2004.
- CASEY, Jean-Pierre et LANOO, K., *The MiFID Revolution*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.
- CASTEL, Robert, *Les métamorphoses de la question sociale : une chronique du salariat*, Paris, Gallimard, 1999.
- COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Market Abuse Directive, Level 3*, Ref. CERS/04-505b, 2004.

- CHABOUD, Alain, CHIQUOINE, Benjamin, HJALMARSSON, Erik et VEGA, Clara, « Rise of the Machines: Algorithmic Trading in the Foreign Exchange Market », *Bord of Governors of the Federal Reserve System*, International Finance Discussion Papers, No. 980, Octobre 2012.
- CHAVANCE, Bernard, « John Commons's Organizational Theory of Institutions: a Discussion », *Journal of Institutional Economics*, Vol. 8, No. 1, 2012, pp. 27à 47.
- CHESNAIS, François, *La mondialisation du capital*, Paris, Syros, 1994.
- CHRISTIANSEN, Hans et KOLDERTSOVA, Alissa, « The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance », *Financial Market Trends*, Vol. 1, 2009, pp. 1 à 31.
- CLIFF, Dave, BROWN, Dan et TRELEAVEN, Philip, « Technology Trends in the Financial Markets: A 2020 Vision », *UK Government's Foresight Project*, Driver Review DR 3, 2010.
- CLIFF, Dave et NORTHROP, Linda, « The Global Financial Markets : an Ultra-large-scale Systems Perspective », *UK Government's Foresight Project*, Driver Review DR 4, 2010.
- COMMISSION et COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION et SECURITIES AND EXCHANGE, « Findings Regarding the Market Events of May 6 2010 », *Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues*, 2010.
- COMMONS, John R., *Legal Foundation of Capitalism*, Madison, The University of Wisconsin Press, [1924] 1974.
- COMMONS, John R., *Institutional Economics*, Madison, The University of Wisconsin Press, [1934] 1959.
- COMMONS, John R., *The Economics of Collective Action*, New York, Macmillan Company, 1951.
- CONCHON, Anne, « La dimension historique de l'économie chez John Rodgers Commons », *Cahiers d'économie politique*, Vol. 2, No. 40-41, 2001, pp. 39 à 58.
- CIVITANIC, Jaksa et KIRILENKO, Andrei, « High Frequency Traders and Asset Prices », *Working Paper*, 2010.

- DANIELSON, Jon et ZER, ILKNUR, « Systemic Risk Arising from Computer Based Trading and Connections to the Empirical Literature on Systemic Risk », *UK Government's Foresight Project*, Driver Review DR 29, 2012.
- DE LUCA, Marco, SZOSTEK, Charlotte, CARTLIDGE, John et CLIFF, Dave, « Studies of Interactions Between Human Traders and Algorithmic Trading Systems », *UK Government's Foresight Project*, Driver Review DR 13, 2011.
- DEMSETZ, Harold, « The cost of Transacting », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 82, No. 1, Février 1968, pp. 33 à 53.
- DE PERTHUIS, Christian et PETIT, Jean-Pierre, *La finance, autrement*, Paris, Dalloz, 2005.
- DE ROOVER, Raymond, « Le contrat de change depuis la fin du treizième siècle jusqu'au début du dix-septième », *Revue belge de philologie et d'histoire*, Tome 25, Fascicule 1-2, 1946, pp. 111 à 128.
- DE ROOVER, Raymond, *L'Évolution de la lettre de change. XVe-XVIIIe siècles*, Paris, Armand Collin, 1953.
- DE ROOVER, « Anvers comme marché monétaire au XVIe siècle », *Revue belge de philologie et d'histoire*, Tome 31, Fascicule 4, 1953, pp. 1003 à 1047.
- DICKSON, P.G.M, *The Financial Revolution in England*, New York, St-Martin's Press, 1967.
- DOS PASSOS, John R., « Legal Status of the New York Stock Exchange », dans STEDMAN, Edmund C. et EASTON, Alexander N. (dir), *The New Stock Exchange : Its History, Its Contribution to National Prosperity, and Its Relation to American Finance at the Outset of the Twentieth Century*, New York, Greenwood Press, [1905] 1969, pp. 511 à 518.
- EGGINTON, Jared, VAN NESS, Bonnie et VAN NESS, Robert, « Dealers and Changing Obligations : The Case of Stub Quoting », *Working Paper*, 2014.
- EKELAND, Ivar et ELSTER, Jon, *Théorie économique et rationalité*, Paris, Vuibert, 2011.
- ELLIOTT, Jennifer, « Demutualization of Securities Exchanges : A Regulatory Perspective », *IMF Working Paper*, 2002, pp. 1 à 23.

- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, « Guidelines on Systems and Controls in a Highly Automated Trading Environment for Trading Platform, Investment Firms and Competent Authorities », *Consultation Paper*, Ref. ESMA/2011/224, 2011.
- EUDES, Yves, « Les geeks à la conquête de Wall Street », *Le monde*, 2 septembre 2009.
- EVANS, Pete, « Bay Street firms pitch TSX rivals stock market », *CBC News*, 25 juin 2013.
- EWEN, Stuart, *Conscience sous influence. Publicité et genèse de la société de consommation*, Paris, Aubier Montaignem 1983.
- FAMA, Eugene, « Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Mai 1970, pp. 383-417.
- FINK, Matthew P., *The Rise of Mutual Funds*, Oxford Academy Press, New York, 2008.
- FLECKNER, Andreas M., « Stock Exchanges at the Crossroads », *Fordham Law Review*, Vol. 74, No. 5, Avril 2006, pp. 2541 à 2620.
- FLEURIET, Michel et SIMON, Yves, *Bourse et marchés financiers*, Paris, Economica, 2000.
- FLIGSTEIN, Neil, *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, Harvard University Press, 1990.
- FLIGSTEIN, Neil, *The Architecture of Markets. An Economic Sociology of the 21st Century Capitalistic Society*, Princeton, Princeton University Press, 2001.
- FOX, Justin, *The Myth of the Rational Market*, New York, Harper Collins, 2009.
- FRIEDERICH, Sylvain et PAYNE, Richard, « Computer-based Trading and Market Abuse », *UK Government's Foresight Project*, Driver Review DR 20, 2012.
- GALBRAITH, John Kenneth, *La crise économique de 1929. Anatomie d'une catastrophe financière*, Paris, Petite bibliothèque payot, 1961.
- GEIST, Charles R., *Wall Street. A History*, Oxford, Oxford University Press, 1997.

- GERIG, Austin et MICHAYLUC, David, « Automated Liquidity Provision and the Demise of Traditional Market Making », *Working Paper arXiv : 1007.2352*, 2010.
- GHOSH, Dilip K. et ORTIZ, Edgard, *The Global Structure of Financial Markets: An Overview*, New York, Routledge, 1997.
- GIDDINGS, Gary, « Humans versus computers: differences in their ability to absorb and process information for business decision purposes and the implications for the futur », *Business Information Review*, Vol. 25, No. 1, 2008, pp. 32-39.
- GISLAIN, Jean-Jacques, « Causalité institutionnelle: la futurité chez John R. Commons », *Économie et Institutions*, No. 1, 2002, pp. 47 à 65.
- GISLAIN, Jean-Jacques, « Contributions à l'institutionnalisme de Commons: une introduction », *Actualité de John Commons*, Vol. 42, 2010.
- GISLAIN, Jean-Jacques, « Pourquoi l'économie est-elle nécessairement instituée? Une réponse commonsienne à partir du concept de futurité », *Actualité de John Commons*, Vol. 42, 2010.
- GODECHOT, Olivier, *Les traders : essai de sociologie des marchés financiers*, Paris, La Découverte, 2005.
- GOLDBERG, Dave, *Genetic Algorithms in Search, Optimization and Machine Learning*, Reading, Addison-Wesley, 1989.
- GOLDSTEIN, Michael A., KUMAR, Pavitra et GRAVES, Frank C., « Computerized and High-Frequency Trading », *The Financial Review*, Vol. 49, No. 2, Mai 2014.
- GOMBER, Peter, BJÖRN, Arndt, LUTAT, Marco et UHLE, Tim, *High-Frequency Trading*, Frankfurt am Main, Goethe Universität, 2011.
- GORHAM, Michael et SINGH, Nidhi, *Electronic Exchanges. The Global Transformation from Pits to Bits*, San Diago, Elsevier, 2009.
- GOYEAU, Danier et TARAZI, Amine, *La Bourse*, Paris, La découverte, 2006.
- GRAVELLE, Matthiew, « Financial Exchange Mergers : European and North American Experiences », *Canada-Europe Transatlantic Dialogue : Seeking Transnational Solutions to 21st Century Problems*, Policy Paper, 2013.

- GREFFE, Xavier, LALLEMENT, Jérôme et DE VROEY, Michel, *Dictionnaire des grandes œuvres économiques*, Paris, Dalloz, 2002.
- GROSSMAN, Stanford J. et STIGLITZ, Joseph E., « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *The American Economic Review*, Juin 1980, pp. 393-408.
- GUELZO, Carl M., « John R. Commons and the Theory of the Firm », *The American Economist*, Vol. 20, No. 2, Automne 1976, pp. 40 à 46.
- GUERRIEN, Bernard, *La théorie économique néoclassique*, Paris, La découverte, 2004.
- GUYOT, Alexis, *Structure de propriété et liquidité : Un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté. Un essai d'analyse sur le marché parisien*, Thèse de doctorat, Université Lumière Lyon 2, 2007.
- GYURKÒ, Lajos G., « The evolution of algorithmic classes », *UK Government's Foresight Project*, Driver Review DR 17, 2011.
- HASSAN, Robert, « The Speed of Collapse: The Space-Time Dimension of Capitalism's First Great Crisis of the 21st Century », *Critical Sociology*, Vol. 37, No. 4, Mars 2011, pp. 385-402.
- HÉDOIN, Cyril, *L'institutionnalisme historique et la relation entre théorie et histoire en économie*, Paris, Classique Garnier, 2013.
- HENWOOD, Doug, *Wall Street*, New York, Verso, 1997.
- HERLIN, Philippe, « Théorie des marchés financiers : revenir aux concepts fondamentaux », *Club Finance HEC*, Étude No. 75, Octobre 2008.
- HO, T. et STOLL, H. R., « Optimal Dealer Pricing Under Transactions and Return Uncertainty », *Journal of Financial Economics*, VOL. 9, 1981, pp. 47-73.
- HOLLANDER, Régine, « The Rise of Machines, the Fall of Organizations » dans AVRIL, Emmanuelle et ZUMELLO, Christine (dir.), *New Technology, Organizational Change and Governance*, London, Palgrave Macmillan, 2013, pp. 169 à 184.
- HOPE, Wayne, « Crisis of Temporality: Global Capitalism After the 2007-2008 Financial Collapse », *Time Society*, Vol. 20, No. 1, 2011, pp. 94-118.

- INGHAM, Geoffrey, *The Nature of Money*, Cambridge, Polity Press, 2004.
- INGHAM, Geoffrey, « The Specificity of Money », *European Journal of Sociology*, Vol. 48, 2007, pp. 265-272.
- IOSCO, « Regularity Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency », *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, Juin 2011.
- JARROW, Robert et PROTTER, Philip, « A Dysfunctional Role of High Frequency Trading in Electronic Markets », *Johnson School*, Research Paper Series no. 08, Mars 2011.
- JOHNSON, H. Thomas et KAPLAN, Robert S., *Relevance Lost. The Rise and Fall of Management Accounting*, Massachusetts, Harvard Business School Press, 1991.
- JOVANONIC, B., et MENKVELD, A.J., « Middlemen in Limit-Order Markets », *Working Paper*, 2010.
- KALDOR, Nicholas, « Spéculation et stabilité économique (1939) », *Revue française d'économie*, Vol. 2, No. 3, 1987, pp. 115-164.
- KAM, Tai-Kong, PANCHAPAGESAN, Venkatesh et WEAVER, Daniel G., « The Revocation of Rule 390 – A First Look » *Working paper*, Décembre 2000.
- KARMEL, Roberta S., « Turning Seats Into Shares : Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges », *Hastings Law Journal*, Vol. 53, 2001-2002, pp. 367 à 430.
- LAGUEUX, Maurice, *Rationality and Explanation in Economics*, New York, Routledge, 2010.
- LEE, Ruben, *What is an Exchange? The automation Management and Regulation of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press, 1998.
- LEFRANÇOIS, Maxime, *La financiarisation et la massification de l'épargne : Le cas des fonds mutuels canadiens*, *Mémoire de maîtrise*, Université du Québec à Montréal, Décembre 2008.
- LEINWEBER, David. J, *Nerds on Wall Street. Math, Machines and Wired Markets*, New Jersey, Weiley, 2009.

- LEIS, Diego, « High Frequency Trading. Market manipulation and Systemic Risks from an EU perspective », *Working Paper*, Université de Zurich, 2012.
- LEHMANN, Paul-Jacques, *Bourse et Marchés financiers*, Paris, Dunod, 2008.
- LELIÈVRE, Frédéric et PILET, François, *Krash machine. Comment les traders à haute fréquence menacent de faire sauter la Bourse*, Paris, Calmann-Lévy, 2013.
- LENGLET, Marc, « Conflicting Codes an Coding: How Algorithmic Trading Is Reshaping Financial Regulation », *Theory, culture and Society*, Vol. 28, No. 44, 2011, pp. 44 à 66.
- LEWIS, Michael, *Flash Boys*, New York, W.W Northon & Compagny, 2014.
- L'ITALIEN, François, *Béhémoth Capital. Contribution à une théorie dialectique de la financiarisation de la grande corporation*, Thèse de doctorat, Université Laval, 2012.
- LOWE, Janet, *The Triumph of Value Investing*, New York, Portfolio/Pinguin, 2010.
- MACKENZIE, Donald, « Mechanizing the Merc: The Chicago Stock Mercantile Exchange and the Rise of High Frequency Trading », *School of Social and Political Science*, University of Edinburgh, Octobre 2013.
- MACKENZIE, Donald, BEUNZA, Daniel, MILLO, Yuval et PARDO-GUERRA, Juan Pablo, « Drilling Through the Allegheny Mountains: Liquidity, Materiality and High-Frenqucy Trading », *Journal of Cultural Economy*, Vol. 5, No. 3, 2012, pp. 279 à 296.
- MALINOVA, Katya, PARK, Andreas et RIORDAN, Ryan, « Do Retail Traders Suffer from High Frequency Trading ? », *Working Paper*, University of Toronto, 2013, pp. 1 à 28.
- MALKIEL, Burton G., « The Efficient Market Hypothesis ans Its Critics », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 1, Hiver 2003, pp. 59-82.
- MARCOWITZ, Harry, « Portfolio Selection », *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, 1952, pp. 77 à 91.
- MARKHAM, Jerry, *A Financial History of the United States*, New York, M.E. Sharpe Publisher, 2002.

- MARKHAM, Jerry et HARTY, Daniel J., « For Whom the Bell Tolls: The Demise of Exchange Trading Floors and the Growth of ECNs », *The Journal of Corporation Law*, Vol. 33, No. 4, Été 2008, pp. 865 à 935.
- MARTIN, Joe, « The Creation of TMX Group: Dramatic Change on the Canadian Stock Exchange Scene – 1999 to 2008 », *Case Study*, Rotman School of Management, Université de Toronto, 2014.
- MATTHEWS, John O., *Struggle and Survival on Wall Street : The Economic of Competition Among Securities Firms*, New York, Oxford University Press, 1994.
- MCGOWAN, Micheal, « The Rise of Computized High Frequency Trading: Use an Controversy », *Duke Law and Technology Review*, no. 016, 2010, pp. 1 à 24.
- MEDBERY, James, *Men and Mysteries of Wall Street*, Boston, Fields, Osgood & Co, 1870.
- MICHIE, Ranald, « The London Stock Exchange and the British Securities Market, 1850-1914 », *The Economic History Review*, Vol. 38, No. 1, 1985, pp. 62 à 82.
- MICHIE, Ranald, « The London and New York Stock Exchange, 1850-1914 », *The Journal of Economic History*, Vol. 46, No. 1, Mars 1986, pp. 171 à 187.
- MICHIE, Ranald, *The London Stock Exchange. A History*, New York, Oxford University Press, 1999.
- MICHIE, Ranald, *The Global Securities Market. A History*, New York, Oxford University Press, 2006.
- MITCHELL, Lawrence E., *The Speculation Economy. How Finance Triumphed Over Industry*, San Francisco, Berett-Koehler, 2007.
- MITRA, Gautam, DI BARTOLOMEO, Dan, BANERJEE, Ashok et YU Xian, « Automated Analysis of News to Compute Market sentiment: Its Impact on Liquidity and Trading », *UK Government's Foresight Project*, Driver Riview DR 8, 2011.
- MONTOUSSÉ, M. (sous la dir.), *La bourse et les marchés financiers*, Paris, Bréal, 2010.
- MOREL, Sylvie, « Institutionnalisme commonsien, et "sécurité économique" », *Économie et Institutions*, No. 2, 2003, pp. 111 à 140.

MORIN, François, *Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée*, Paris, Seuil, 2006.

MORIN, François, *La grande saignée. Contre le cataclysme financier à venir*, Montréal, Lux, 2013.

MORIN, François, *L'hydre mondiale. L'oligopole bancaire*, Montréal, Lux, 2015.

MUNIESA, Fabian, *Des marchés comme algorithmes : sociologie de la cotation électronique à la Bourse de Paris*, Thèse de doctorat, École nationale supérieure des mines de Paris, Mai 2003.

NANEX LLC, *Nanex Flash Crash Summary Report*, 2010. En ligne : <http://www.nanex.net/FlashCrashFinal/FlashCrashSummary.html>

NEAL, Larry et DAVIS, Lance, « The Evolution of the Rules and Regulations of the First Emerging Markets : the London, New York and Paris Stock Exchanges, 1792-1914 », *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 45, 2005, pp. 296 à 311.

NÉRÉ, Jacques, *La crise de 1929*, Paris, Armand Colin, 1973.

NGUYEN, Van T., VAN NESS, Bonnie F., VAN NESS, Robert A., « Archipelago's Move Toward Exchange Status : An analysis of Archipelago Trading in NYSE and NASDAQ Stocks », *Journal of Economics and Business*, Vol. 57, 2005, pp. 541 à 554.

NOBLE, David F., *America by design: Science, Technology and the Rise of corporate capitalism*, New York, Oxford University Press, 1980.

ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES, « Étude des opérations ROOÉ : Phase I et II de l'Étude des activités de négociation à haute vitesse sur les marchés boursiers canadiens de l'OCRCVM », *Examen et analyse des opérations*, Groupe de l'analytique, 2011.

ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES, « Des modifications qui renforcent l'intégrité des marchés L'OCRCVM resserre les règles sur la négociation électronique par des tiers », *Communiqué*, 4 juillet 2013.

- OESTERLE, Dale Arthur, WINSLOW, Donald Arthur et ANDERSON, Seth, « The New York Stock Exchange and Its Out Moded Specialist System : Can the Exchange Innovate to Survive ? », *The Journal of Corporate Law*, Vol. 17, No. 2, Hiver 1992, pp. 223 à 310.
- O'HARA, Maureen, *Market Microstructure Theory*, Cambridge, Blackwell Buisness, 1995.
- O'HARA, Maureen, « High Frequency Market Microstructure », *Document de travail*, Johnson School of Management, Cornell University, 2014.
- ORLÉAN, André, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999.
- ORLÉAN, André, « La notion de valeur fondamentale est-elle indispensable à l'économie financière? », *Regard croisé sur l'économie : comprendre la finance contemporaine*, No. 3, La Découverte, Mars 2008, pp. 120-128.
- PASSARELLA, Marco Veronese, « Financialization and the Monetary Circuit : A Macro-accounting Approach », *Review of Political Economy*, Vol. 26, No. 1, pp. 128 à 146.
- PATTERSON, Scott, *Dark Pools*, New York, Crown Publishing Group, 2012.
- PETRAM, Lodewijk Otto, *The World's First Stock Market. How the Amsterdam Market for Dutch East India Compagny Shares Became a Modern Securities Market, 1602-1700*, Thèse de doctorat, Université de Amsterdam, 2011.
- PINEAULT, Éric, « Prolégomènes à une théorie critique du capital financier : liquidité financière et développement de l'institution financière de la modernité », *Société*, no. 23, 2003, pp. 213 à 279.
- PINEAULT, Éric, « Quelle théorie critique des structures sociales du capitalisme avancé? », *Cahiers de recherche sociologique*, no 45, 2008, pp. 111-130.
- PINEAULT, Éric, « Financiarisation, crédit et théorie critique du capitalisme avancé », dans DUPUIS-DÉRI, Francis (dir.), *Par-dessus le marché! Réflexion critique sur le capitalisme*, Montréal, Écosociété, 2012.
- PINEAULT, Éric, « Les éléments de la circulation financière », *Document de travail*, Academia, 2013, pp. 1 à 20.
- POITRAS, Geoffrey (dir.), *Handbook for Research on Stock Market Globalization*, Cheltenham, Edward Elgar, 2012.

- POSER, Norman, « The Stock Exchanges of the United States and Europe : Automation, Globalization, and Consolidation », *University of Pennsylvania Journal of International Law*, Automne 2001, pp. 497 à 540.
- ROSEVEARE, Henry, *The Financial Revolution 1660-1760*, London et New York, Longman Groupe, 1991.
- ROY, William, *Socializing Capital. The Rise of the Large Industrial Corporation in America*, Princeton, Princeton University Press, 1997.
- SACCARECCIA, Mario, « Financialization and the Transformation of Commercial Banking: Understanding the Recent Canadian Experience Before and During the International Financial Crisis », *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 35, No. 2, Hiver 2012-2013, pp. 277-300.
- SAUVIAT, Catherine, « Les fonds de pension et les fonds mutuels : acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial » dans CHESNAIS, François (Dir.), *La finance mondialisée*, Paris, La Découverte, 2004, pp. 99 à 124.
- SCHAEFER, J.M., et WARNER, A.J., « Concentration Trends and Competition in the Securities Industry », *Financial Analysts Journal*, Novembre-Décembre 1977, pp. 29 à 34.
- SCHLESINGER, Arthur M., *The Age of Roosevelt. The Coming of the New Deal*, Boston, Houghton Mifflin Company, 1958.
- SCHWARCZ, Steven, « Systemic Risk », *The Georgetown Law Journal*, Vol. 97, 2008, pp. 193 à 249.
- SCHWARTZ, Robert et FRANCIONI, Reto, *Equity Markets in Action. The Fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading*, New Jersey, Wiley, 2004.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Special Study on Securities Markets*, U.S Securities and Exchange Commission, 1963.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Rules, Regulations and Practices of National Securities Exchanges Relating to Off-Board Transactions by Member Firms as Agent and Principal in Securities Admitted to Trading on Such Exchanges*, U.S Securities and Exchange Commission, 1966.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Release No. 34-8239*, Securities and Exchange Commission, 1968.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, « Regulation NMS-Supplementary Information », *Release No. 34-51808*, U.S Securities and Exchange Commission, 2005.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, « SEC Release on New Circuit-Breakers », *Release No. 34-62252*, U.S Securities and Exchange Commission, 2010.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Concept Release on Equity Market Structure*, U.S Securities and Exchange Commission, 2010.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, « Consolidated Audit Trail », *Release No. 34-62174*, U.S Securities and Exchange Commission, 2010.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Securities and Exchange Act of 1934*, U.S Securities and Exchange Commission, 2012.

SELIGMAN, Joel, *The Transformation of Wall Street. A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Boston, Houghton Mifflin Company, 1982.

SHANNON, Claude E., et WEAVER, Warren, *The Mathematical Theory of Communication*, Illinois, University of Illinois, 1964.

SMITH, B. Mark, *History of the Global Stock Market*, Chicago, University of Chicago Press, 2004.

SMITH, C. F, « The Early History of the London Stock Exchange », *The American Economic Review*, Vol. 19, No. 2, 1929, pp. 206-216.

SOBEL, Robert, *The Big Board. A History of the New York Stock Market*, New York, The Free Press, 1965.

SOBEL, Robert, *The Curbstone Brokers. The Origin of the American Stock Exchange*, New York, The Macmillan Company, 1970.

SOBEL, Robert, *Inside Wall Street. The Continuity and Change in the Financial District*, New York, Norton and Company, 1977.

SOBEL, Robert, *N.Y.S.E. A History of the New York Stock Exchange 1935-1975*, New York, Weybright and Talley, 1975.

- SORNETTE, D. et VON DER BECKE, S., « Crashes and High Frequency Trading. An evaluation of risks posed by high-speed algorithmic trading », *UK Government's Foresight Project, Driver Review DR 7*, 2011.
- STEDMAN, Edmund C. et EASTON, Alexander N., « The History of the New York Stock Exchange », dans STEDMAN, Edmund C. et EASTON, Alexander N. (dir), *The New Stock Exchange : Its History, Its Contribution to National Prosperity, and Its Relation to American Finance at the Outset of the Twentieth Century*, New York, Greenwood Press, [1905] 1969.
- STEIL, Benn, « Creating Securities Markets in Developing Countries : A New Approach for the Age of Automated Trading », *International Finance*, Vol. 4, No. 2, 2001, pp. 257 à 278.
- STEIL, Benn, « Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges : Causes and Consequences », *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2002, pp. 61 à 91.
- STOLL, Hans R., « The Supply of Dealer Services in Securities Markets », *Working paper* no. 2-78, Philadelphia, University of Pennsylvania, 1976, p. 3.
- STONE, James M., *One Way for Wall Street. A View of the Future of the Securities Industry*, Toronto, Little, Brown and Company, 1975.
- ST-ONGE, Mathieu, *La métamorphose des fonds de pension dans le contexte de la financiarisation du capitalisme avancé : le cas du Canada*, Mémoire de maîtrise, Université du Québec à Montréal, Juin 2011.
- STONHAM, Paul, *The Global Stock Market Reform*, Cambridge, Gower, 1987.
- SUNDARAM, Jomo Kwame, *Reforming the International Financial System for Development*, New York, Colombia University Press, 2010.
- TARFLET, Janice, *A Nation of Small Shareholders. Marketing Wall Street After World War II*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 2013.
- TARFLET, Janice et GRUVER, William R., « The Quixotic Quest of Fairness : the SEC's Role in the Rise of High Frequency Trading », *Essay in Economic and Business History*, Vol. 33, 2015, pp. 144 à 189.
- THÉRET, Bruno, « Saisir les faits économiques : la méthode Commons », *Cahiers d'économie politique*, Vol. 2, No. 40-41, 2001, pp. 79 à 137.

- THÉRET, Bruno, « Structure et modèles élémentaires de la firme : une approche hypothético-déductive à partir des insights de John R. Commons », *L'actualité de John Commons*, Vol. 2, 2003, p. 1 à 22.
- TINIC, Seha et WEST, Richard, « The Securities Industry Under Negotiated Brokerage Commissions : Changes in the Structure and Performance of New York Stock Exchange Member Firms », *Bell Journal of Economics and Management Science*, Printemps 1980, pp. 29-41.
- VAN DER WEE, Herman, *The Growth of the Antwerp Market and the European Economy*, Louvain, Martinus Nijhoff/The Hague, 1963.
- VAN DER WEE, Herman, « Anvers et les innovations de la technique financière au XVIe et XVIIe siècles », *Annales. Histoire, Sciences sociales*, Vol. 22, No. 5, Septembre et Octobre 1967, pp. 1067 à 1089.
- VAN WERVEKE, Hans, « Les origines des bourses commerciales », *Revue belge de philologie et d'histoire*, Tome 15, Fascicule 1, 1936, pp. 133-141.
- VARIAN, Hal R., « Le principe d'arbitrage en économie financière (1987) » *Annales d'économie et de statistique*, No. 10, Automne 1988, pp. 2-22.
- WEBER, Max, *La Bourse*, Paris, Allia, 2010.
- WALLER, Spencer Weber, « The Antitrust Legacy of Thurman Arnold », *St-John's Law Review*, 2004.
- WELLES, Chris, *The Last Days of the Club*, New York, E.P Dutton and Co., 1975.
- WHITE, Gerald, T., « Financing Industrial Expansion for War : The Origin of the Defense Plant Corporation Leases », *The Journal of Economic History*, Vol. 9, No. 2, Novembre 1949, pp. 156 à 183.
- WOLFSON, N. et RUSSO, T. A, « Stock Exchange Specialists : An Economic and Legal Analysis », *Duke Law Journal*, 1970, pp. 707 à 746.
- YOON, Mi Hyun, « Trading in Flash: Implication of High Frequency Trading for Securities Regulators Worldwide », *International Law Review*, Vol. 24, 2010, pp. 913 à 948.
- ZIGRAND, Jean-Pierre, « Feedback Effects and Changes in the Diversity of Trading Strategies », *UK Government's Foresight Project, Driver Review DR 2*, 2011.

ZIGRAND, Jean-Pierre et CLIFF, Dave, “Le futur de la transaction informatisée sur les marchés financiers, *UK Government's Foresight Project*, Document de travail, 2011.