

## Qu'est-ce qu'un bon marché financier et comment le réaliser ?

Article rédigé par *Pierre de Lauzun*, le 23 mars 2012

Le marché financier joue un rôle considérable dans notre vie collective, mais il a mauvaise presse. Les secousses très violentes de 2007 et 2008 sont dans toutes les mémoires ; la crise de l'euro lui est souvent, à tort, imputée ; enfin et surtout on l'accuse de volatilité et de court-termisme. Il est donc collectivement essentiel de réfléchir à ce que pourrait être un bon marché, au minimum un marché intègre, qui fonctionne selon des règles équitables et compréhensibles pour la communauté qui l'utilise, et dont il arbitre plusieurs éléments clefs de la vie collective.

## Le marché des titres

Commençons par le marché des investissements, des titres, et rappelons quelques données de base.

## Considérations préalables

Un tel marché financier est un lieu d'échange public de financements entre investisseurs et entrepreneurs ou emprunteurs, matérialisé par des titres négociables. Cet échange est en principe possible à tout moment de la vie du titre, et sur une base régulière. Il se distingue donc fondamentalement des formes de financement direct, qui ne prennent pas la forme de titres négociables - qu'il s'agisse de l'activité bancaire classique de dépôts et de crédits (lorsqu'elle n'est pas titrisée) ou de l'investissement en actions non cotées.

Son avantage est double. D'une part, il permet à l'investisseur d'avoir la possibilité quand il le souhaite de vendre le titre détenu (liquidité) et par là soit de retrouver des espèces, soit de se dégager d'un investissement qu'il ne juge plus désirable. Cela élimine les risques considérables résultant d'immobilisations non liquides, ce qui rend possibles de nombreuses opérations qui ne le seraient pas sinon. D'autre part, la fréquence des transactions donne un prix d'échange, permettant à l'investisseur ainsi qu'à l'entreprise ou à l'emprunteur d'évaluer la manière dont le marché perçoit le titre considéré, soit par rapport à ses performances futures, soit par rapport aux autres possibilités d'investissement. Cela constitue en fait une confrontation publique permanente des projets en présence.

Ses inconvénients sont d'abord l'absence de relation directe entre investisseurs et entrepreneur, notamment en termes de partenariat, pouvant conduire à des relations dépersonnalisées ; et la possibilité que prédominent des considérations à court terme et/ou fondées essentiellement sur des critères financiers. Outre ces inconvénients, le marché présente des risques qui sont de trois ordres. D'abord, on constate l'existence de mouvements aléatoires nuisant à ses fonctions et notamment conduisant à des niveaux de prix décalés de la réalité et collectivement nuisibles. Ensuite, on peut avoir une mauvaise adéquation des produits et des besoins, notamment lorsque les instruments sont trop complexes, ou que l'activité sur le titre n'est pas suffisante. Enfin, le cumul des deux effets précédents peut conduire à des effets en chaîne éventuellement systémiques[1].

Les avantages du marché financier sont toutefois tels qu'il attire une masse de capitaux incomparablement supérieure à ce que donne toute autre méthode, tout en divisant les risques présentés par chacun d'eux et en assurant aux deux parties une liberté très supérieure. Il en résulte que malgré ses inconvénients et limites, il

constitue un outil irremplaçable, que ce soit au niveau international comme national. Parallèlement, ses faiblesses et ses risques sont tels qu'il nécessite un considérable effort de canalisation et de régulation. Notre objectif ici sera de poser les principes devant gouverner un tel effort.

## Les principes d'un marché sain

### Les principes régissant le marché

Ils découlent dans une large mesure de la nature même du marché et de sa fonction.

#### 1. Un marché sain est un marché transparent et accessible

Si la confrontation des ordres doit être effectuée largement et si elle doit fonctionner pour l'ensemble de la société, chacun doit disposer de l'information maximale sur l'état du marché et avoir la possibilité d'y participer le plus largement possible, sur une base comparable. Le meilleur moyen pour ce faire est la centralisation des ordres[2] sur une plate-forme unique, avec priorité au premier ordre transmis pour un prix donné, même s'il est petit. Le tout doit être complété par une information étendue sur les possibilités de transaction (c'est le carnet d'ordre, qui donne l'état de l'ordre et de la demande), et sur les transactions réalisées.

Un marché de gré à gré[3], sauf à être de taille et de rôle minime, ne doit exister que s'il est justifié, c'est-à-dire qu'il est le moyen le plus efficace pour opérer ; il doit présenter des caractéristiques analogues au précédent, et normalement être limité à une catégorie limitée d'acteurs professionnels.

#### 2. Un marché sain est un marché raisonnablement liquide

La liquidité est utile sans être un veau d'or ; mais si un marché n'est pas liquide, il est peu fiable et erratique : tout ordre qui arrive déplace les prix de façon irrationnelle. La liquidité ne se décrète pas, même si on peut la faciliter. Si un marché ne présente pas la liquidité voulue, et qu'elle ne peut être améliorée par des dispositifs divers (teneur de marché, gendarme de la bourse), la valeur ne doit pas être traitée comme une valeur cotée ; les organismes financiers doivent traiter les participations correspondantes comme des immobilisations, notamment en termes prudentiels[4], c'est-à-dire être équipés pour pouvoir supporter les conséquences de cette faible liquidité.

#### 3. Un marché sain est un marché de confrontation des opinions et non de spéculation sur un mouvement de foule

Un ordre passé sur un marché financier doit normalement représenter une opinion bien établie sur la valeur considérée prise en elle-même, fondée sur des considérations objectives. La spéculation au mauvais sens du terme est cette attitude consistant à anticiper les mouvements du marché plutôt que prendre position sur ce qu'on pense être la valeur réelle du titre. En revanche une prise de position sur un titre, même par vente à découvert, peut être une contribution utile si elle concourt à la formation raisonnable du prix.

Ce principe est d'ordre plus éthique que réglementaire. Mais il peut aussi inspirer des règles visant à limiter la spéculation, au sens précédent. Par exemple, il en résulte que le trading haute fréquence, qui repose par construction sur une interaction des participants en l'absence de toute information réelle[5], doit être prohibé, notamment par imposition d'un temps minimal entre transactions successives. De façon analogue la gestion indicielle doit être sévèrement découragée ainsi que toutes les formes collectives de 'pari' sur un secteur ou sur la cote dans son ensemble.

#### 4. Les mouvements collectifs d'un marché sain doivent être régulés

En cas de mouvement collectif rapide, l'autorité en charge de la surveillance des marchés doit être à même d'interrompre les transactions. Idéalement, des opérateurs (gendarmes de la bourse) sont là pour intervenir dans un sens correctif.

## **5. Un marché sain ne propose que des produits simples**

On ne peut coter des produits dont l'analyse suppose un travail complexe, à effectuer au cas par cas. Un produit complexe ne peut être qu'un produit pour spécialiste, qui ne doit jouer qu'un rôle auxiliaire et ne peut représenter qu'une part minime du marché.

## **6. La comptabilité d'un marché sain doit refléter les véritables perspectives des investisseurs**

Même si le marché fonctionne de façon intègre, il n'a pas la science infuse sur la valeur des actifs et fluctue constamment. Les opérateurs qui achètent et vendent à un certain moment ne représentent pas la totalité des investisseurs. Le prix de marché du moment n'est donc pas le reflet sûr de la valeur d'un bien. Il n'y a donc aucune raison de comptabiliser à la valeur de marché des investissements réalisés dans une perspective longue (investisseurs institutionnels). Ces derniers doivent utiliser une autre méthode : valeur d'acquisition corrigée, ou lissage des valeurs boursières sur une durée assez longue. Le marquage au marché doit être réservé aux intermédiaires et pour évaluer leur portefeuille de transaction, ou à la gestion collective si elle est liquide (Sicavs).

## **Les principes éthiques régissant les acteurs**

### **1. Un investissement sain est un investissement basé sur le partenariat**

L'objectif normal de l'acquisition d'une valeur mobilière est le partenariat sur la durée. Un investisseur doit donc normalement s'engager sur une durée minimale (2 ans), et de façon nominative. Il doit connaître l'entreprise où il investit. S'il doit se dégager plus vite que ce délai, ce doit être pour un motif prévu par les textes, ou au prix d'une pénalité (notamment fiscale).

### **2. Les intermédiaires ne doivent avoir qu'un rôle auxiliaire**

Cette règle de durée de détention minimale ne doit pas s'imposer à eux, mais leur activité de facilitateur du marché doit être encadrée de manière à n'intervenir que pour faciliter effectivement le fonctionnement du marché. Les transactions des intermédiaires ne doivent pas assumer de rôle directeur sur le marché.

### **3. Un opérateur n'intervient que pour réaliser une opération justifiée et fondée sur une appréciation de la valeur considérée**

Il est important de poser ce principe éthique, même si la réalisation peut apparaître utopique : les participants à un marché sont supposés concourir à une activité qui comporte une dimension d'intérêt général, leur rôle sous cet angle est de rechercher ensemble le meilleur prix disponible du moment.

### **4. Un opérateur est responsable de ses actes**

Tout gestionnaire de produits à risque ou complexes doit être responsable de son action, appréciée sur la durée. Dans le cas des positions de dirigeant, notamment chez les intermédiaires, cette responsabilité doit porter sur l'ensemble de leurs biens. Aucun bonus ne doit être versé qui ne soit étalé sur plusieurs années, en cohérence avec la vie des produits concernés.

## **5. Toute gestion doit afficher ses objectifs y compris en matière éthique**

Une gestion collective y compris un fonds de pension doit définir clairement les objectifs qu'il donne à ses gérants et se positionner par rapport aux principes précédents, et plus généralement montrer de façon vérifiable comment, au-delà des perspectives financières, il s'inscrit dans le financement de l'économie réelle.

## **Les produits dérivés**

### **Considérations préalables**

A côté du marché des investissements, l'autre grande activité des marchés financiers, depuis 30 ans, est celle des produits dérivés. Là il ne s'agit plus de financements, mais de transfert de risques. Un acteur économique exposé à un risque futur échange une protection contre ce risque, moyennant paiement d'une somme d'argent (ce qui revient à une forme d'assurance) ou en échange d'un risque d'un autre type, jugé équivalent. On échange ainsi un taux fixe contre un taux variable, une devise contre une autre, une prime contre un risque de défaillance (CDS), une prime contre une possibilité d'achat ou de vente à un prix donné ; ou bien on achète une valeur future, se prémunissant contre le mouvement des cours ou des prix. Conçue ainsi, une telle activité est foncièrement utile.

Mais elle présente elle aussi des risques et des inconvénients. D'abord ceux de tout marché, déjà évoqués à propos des valeurs mobilières. Parmi les autres inconvénients, le principal est de fournir à la spéculation au mauvais sens du terme des moyens d'action économiques et accessibles, y compris sur la ruine de quelqu'un (c'est l'exemple des CDS achetés à nu, c'est-à-dire sans qu'ils servent à couvrir un investissement dans le titre considéré). Parmi les risques, se trouve celui de créer un lien d'adhérence entre acheteur et vendeur, qui n'existe pas pour les valeurs mobilières (2 ou 3 jours après la transaction, celle-ci est totalement soldée) : un échange (swap) sur cinq ans lie sur 5 ans ; la faillite du promettant est alors un danger pour sa contrepartie ; et si de telles positions s'accumulent elles deviennent systématiquement très dangereuses.

On peut alors proposer les principes suivants.

### **Les principes**

#### **1. Les principes appliqués aux valeurs mobilières s'appliquent aux dérivés.**

#### **2. Le risque systémique doit être éliminé.**

Ceci implique une opération qu'on appelle compensation, qui doit être menée systématiquement (comme cela a été en principe décidé par le G 20). Les titres et transactions trop peu standardisés qui ne peuvent être compensés (ou au minimum faire l'objet d'un netting) doivent recevoir un traitement prudentiel sévère. Les chambres de compensation doivent être régulées de près, et par la banque centrale compétente.

#### **3. Les opérations à nu doivent être encadrées.**

L'interdiction pure et simple va de soi dans le cas des CDS, puisqu'un CDS à nu est un pari sur la ruine du voisin – ce qui est indéfendable. Plus généralement toute opération à nu ne vise, par construction, pas à couvrir un risque mais à prendre une position. Acceptable si cela concourt à la formation du prix par l'expression d'une opinion de fond, elle est contestable si l'opération a un caractère spéculatif (ne vise qu'à anticiper les mouvements collectifs du marché) ; le régulateur peut alors avoir à encadrer certaines opérations. Ceci vise aussi l'activité des facilitateurs de marché - dûment enregistrés et contrôlés comme tels (mais pas nécessairement les seules banques ou les courtiers)-, qui doivent rester dans leur rôle d'auxiliaire.

Au total, il paraît donc possible de définir dans son principe quelle est la confrontation d'opinions qui paraît déboucher sur un réel rôle de découverte des prix et de facilitation des transactions dans la transparence. Même si la mise en œuvre peut être complexe, le fait de poser clairement ces principes directeurs débouche sur deux conséquences positives. D'une part, donner une règle de référence permettant de distinguer ce qui est ou peut être utile, au moins à première vue, de ce qui est activité parasitaire, opaque ou aléatoire. Soit pour guider son action propre, soit pour préciser les règles collectives. Pour la société dans son ensemble, c'est essentiel. D'autre part, d'éliminer avec sévérité des activités qui ne respectent pas ces règles du marché sain, par leur complexité, leur opacité, ou leur faible liquidité. Appliqué avant 2007, ceci aurait évité bien des dérapages.

En pratique de telles règles ne peuvent que difficilement être mises en œuvre de façon unilatérale, dans un espace ouvert. Si un espace est jugé suffisamment circonscrit (cas de l'Europe en général) on peut opérer à son niveau. Sinon, il faut passer au niveau international, même si l'exercice est assez difficile : cela peut au moins permettre d'obtenir des résultats partiels (comme les principes posés par le G 20 sur la compensation) qu'on peut alors compléter au niveau régional ou national.

Retrouvez tous les articles sur la finance dans notre dossier :

[\[1\]](#) Créant une crise grave de tout le système financier et par là de l'économie.

[\[2\]](#) Avec un traitement particulier sur les ordres très gros (les blocs) pour éviter qu'ils déplacent le marché de façon irrationnelle.

[\[3\]](#) Marché en direct entre intervenants, en général au téléphone, souvent par l'intermédiaire de courtiers.

[\[4\]](#) Prudentiel : règles applicables aux entreprises financières, banques, assurances etc. et portant notamment sur leur niveau minimal de fonds propres afin de courir les risques éventuels.

[\[5\]](#) Il n'y en a pas tous les millièmes de seconde.