

# Université Lumière Lyon II

**Thèse en sciences économiques**

**Spécialité monnaie, finance et économie internationale**

Finance, culture et standardisation: évolution des composants de marché.

Les systèmes de production d'actifs financiers  
et la standardisation des pratiques des marchés

Novembre 2012

Pierre Lichterowicz

# Université Lumière Lyon II

**Finance, culture et standardisation: évolution des composants de marché.**

**Les systèmes de production d'actifs financiers**

**et la standardisation des pratiques des marchés**

Finance, culture and standardization: changes in market components.

The Financial Asset Production System and market practice standards.

**Thèse en sciences économiques**

**Spécialité monnaie, finance et économie internationale**

Présentée le 15 novembre 2012

Membres du jury :

<b>Michel Boutillier</b>	Professeur. Université de Paris Ouest Nanterre La Défense
<b>Jean-François Goux</b>	Professeur. Université Lumière Lyon II
<b>Catherine Karyotis</b>	Professeur. HDR. Reims Management School.
<b>Gisèle Reynaud</b>	Maître de conférences HDR. Université Lumière Lyon II Directrice de thèse
<b>Jean-Michel Servet</b>	Professeur. Institut des hautes études internationales et du développement. Genève.

Pierre Lichterowicz Lyon II.

[Pierre.lichterowicz@univ-lyon2.fr](mailto:Pierre.lichterowicz@univ-lyon2.fr)

*L'université de Lyon II n'entend donner ni approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse.  
Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur*

Un essai de lecture de l'évolution récente des aspects culturels des institutions et outils des marchés financiers face aux pratiques mondiales de normalisation des acteurs, des processus et des produits.

## **Sommaire**

**Sujet :** Les composants<sup>1</sup> des marchés financiers. La chaîne globale d'intermédiation ou Financial Assets Production System (FAPS).

### **Problématique :**

**1 – Dans le cadre d'une grille de lecture institutionnaliste (Veblen, Coase, North, Williamson) décrire et comprendre la production concrète des actifs financiers, leur système de production et de circulation. Puis tester par quelques exemples sur les structures globales des marchés, les composants et leurs relations, l'hypothèse "nationality defines organisational rationality"<sup>2</sup>. Cette hypothèse est étayée par les nombreux travaux d'anthropologues (Hall, Godelier), sociologues (Banfield, d'Iribarne, Mauss), économistes (Akerlof, Breuer, Tarde, Rugman), autres spécialistes des sciences sociales (historiens, politologues) et techniciens du management interculturel (Hofstede, Trompenaars). « Institutions and culture matter ». La culture nationale, par opposition aux autres référentiels culturels, modèle en partie les composants du marché et leur fonctionnement.**

**2 - Dans cette perspective ouvrir la réflexion sur les impacts du déploiement mondial de la standardisation-certification des services, produits et processus financiers. Et donc sur une potentielle déculturation des structures de marché et leur convergence vers un éventuel modèle « pur », sans marqueurs culturels, de production d'actifs financiers. Ces réducteurs d'incertitude que sont les normes et leur utilisation sont-ils des « effaceurs de culture » en produisant un isomorphisme institutionnel volontaire ?**

**Idée directrice :** la culture nationale n'est pas soluble dans l'ISO<sup>3</sup>, mais au contraire peut s'y révéler. Les caractéristiques nationales ou civilisationnelles des systèmes de production d'actifs financiers ne sont pas sur le point de disparaître.

### **Mots-clé:**

**Marchés financiers, asymétrie d'information, système de production, culture nationale, standards, certification, isomorphisme**

---

<sup>1</sup> Par composants, nous entendons organisations, acteurs, règles du jeu et technologies

<sup>2</sup> G.Hofstede. Cultures and organizations page 275

<sup>3</sup> International Organisation for Standardisation dont SWIFT est l'agence pour la partie données et messages financiers (comité technique 68 et sous-comité 4, TC68/SC4).

## **Summary**

### **Subject :**

**Financial market components. The global intermediation chain and its links: the Financial Asset Production System (FAPS).**

### **Abstract :**

- 1- Institutional economics (Veblen, Coase, North, Williamson) provide some guidelines and tools to understand the production and distribution processes of financial assets. The aim is to describe, using examples, the way asset production is national specific. “Nationality defines organizational rationality”. This hypothesis is supported by some findings in anthropology, sociology, political science, history and the intercultural management school. “Institution and culture matter” is the motto of institutional approach. National culture, a specific level of cultural approach, has a readable impact on some market components and related functioning.**
- 2- But if market organization is national specific, what could be the impact of the roll-out of international standards on those cultural layers. If standards are “culture erasers” does it mean that there is a culture-free market model? And that a universal functional isomorphism provides more rational market practices to global players?**

### **Main assumption :**

**National cultural market practices are not disappearing with standards. Most of the time they are still embedded in universal standards used by market players.**

### **Key words :**

**Financial markets, asymmetry, production system, national culture, standards, certification, isomorphism.**

Ce travail s'articule en trois parties:

- 1- *Au départ, la grille de lecture d'un référentiel académique.* Nous utiliserons une lecture institutionnaliste du système de production d'actifs financiers vu comme un arrangement de règles du jeu, d'organisations et de modèles mentaux (i.e. culturels). Système de production qui est donc par nature un résultat historique. Cet ensemble fonctionne comme, est, un système de production dont l'objectif principal est de fabriquer et de sécuriser, de produire du crédit, une relation entre deux bilans (le FAPS ou Financial Assets Production System).
- 2- *La boîte à outils très concrète du management interculturel* va ensuite nous aider à interpréter ces règles du jeu (institutions) et organisations comme le résultat d'un très long processus historique à composants nationaux. Certaines caractéristiques des cultures nationales, c'est-à-dire les cultures des états-nations, peuvent en effet nous permettre de mieux visualiser et comprendre l'état de certains systèmes de production d'actifs financiers et de leurs composants.
- 3- *Enfin les organismes de normalisation et de certification*<sup>4</sup> vont nous décrire très précisément, par les règles qu'ils imposent, les conditions matérielles de production dans les organisations de marchés. La normalisation-standardisation des produits-processus et acteurs, c'est la réalité des organisations et des règles du jeu des acteurs du marché contemporain. La normalisation doit unifier globalement processus, opérateurs et produits. Et ce faisant, elle tenterait d'éroder les aspects nationaux des composants de marchés. Nous pensons aujourd'hui que ce dernier point ne se réalise qu'avec la plus extrême lenteur.

*Mes remerciements les plus sincères à Gisèle Reynaud qui m'a convaincu de tout reprendre depuis « le début ». Ce long voyage en plus d'invalider ou de corroborer quelques vieilles opinions m'a fait personnellement le plus grand bien.*

*Anne, ma femme, a confirmé au cours de ces trois années de travail et grâce aux innombrables conseils, critiques et connaissances qu'elle m'a prodigués, qu'elle est bien une professionnelle expérimentée des marchés chez qui j'ai pu puiser faits et connaissances.*

---

<sup>4</sup> L'idée de coordination par les standards est reprise de Mintzberg, celle de la réduction d'asymétrie par la certification vient d'Akerlof, enfin celle de la diffusion des standards par isomorphisme de Di Maggio.

# Table des matières

Table des matières.....	6
1 – Introduction .....	9
11- Avant -propos. Une note personnelle. ....	9
12 – La méthode, les sources et l’objet.....	21
2 - Le crédit ou la fabrication de la confiance par les composants de marché. Le marché comme système de production et de circulation d’actifs. ....	39
21 – Investisseurs et émetteurs: la dualité structurante d’un two sided market global.....	39
22 – Vocabulaires et notions actuels en usage pour décrire la chaîne d’intermédiation .....	40
23 Les trente-deux fonctions qui matérialisent les FAPS .....	53
24 - Les fonds de pension organisation principale des FAPS.....	60
25 – L’évolution des FAPS : hasard sauvage et hasard bénin .....	61
26 Construction sociale et construction technique de la confiance.....	63
27 – Etat de la littérature: la terra incognita des complexités de la production financière. ....	68
28 - Oui, les FAPS ont une culture car ils ont et sont une histoire. Un environnement théorique de transition de l’homo economicus vers les homines culturales.....	77
3 – L’empreinte culturelle dans les FAPS.....	81
31 – La force « invraisemblable » de la culture » (Raymond de Roover). ....	81
32 – Créationnisme financier, darwinisme et culture.....	83
33 – Classements, hiérarchie de valeurs et culture. Effets sur des composants de marché .....	90
34 – Le choix du niveau national pour la grille de lecture.....	99

35 – Quelques exemples de marquages culturels de produits ou processus financiers .....	107
36 – Tentative de synthèse des aspects nationaux des FAPS .....	122
4 - Le marquage culturel des FAPS remis en cause par la standardisation .....	127
41- Le besoin de normalisation : efficience ou confiance ?.....	127
42 - Le marquage culturel des FAPS remis en cause par la standardisation et la certification .....	137
43 – Les normes dominantes en usage et en concurrence.....	145
44 – Concevoir, produire, distribuer: vers l’universalisation de la standardisation. ....	156
45 – Normalisation, certification et acculturation des FAPS.....	159
5 – En guise de conclusion .....	165
51 – Gouvernance et coordination par les normes. Un enjeu politique négligé.....	165
52 – La maîtrise des standards : des institutions au cœur du changement, des techniques à maîtriser, un enseignement académique à développer... ..	168
Documents bancaires internes utilisés en support de recherche et posant la question de la localisation et des pratiques nationales.....	180
Sites webs consultés .....	181
Annexe 1. ....	184
Quelques rôles et acteurs du marché financier qui constituent le système de production d’actifs. ....	184
Annexe 2. ....	200
Expériences personnelles : source de questionnements et de données. ....	200
Annexe 3 . ....	203
Swift, infrastructure majeure et discrète, et le monde politique. ....	203
Annexe 4. ....	205
Un exemple des dimensions de Hofstede sur trois pays (Source : <a href="http://www.geert-hofstede.com">www.geert-hofstede.com</a> ). ....	205
Annexe 5. ....	207

Quelques organismes de standardisation et de certification.....	207
Table des sigles utilisés.....	212
Table des illustrations.....	214



**Finance, culture et standardisation: évolution des composants de marché.  
Les systèmes de production d'actifs financiers  
et la standardisation des pratiques et outils des marchés financiers.**

# 1 – Introduction

## ***11- Avant -propos. Une note personnelle.***

Jury 10 : What are you so polite about?

Jury 11 : For the same reason you are not: it's the way I was brought up.

*Twelve Angry Men 1957*

Le peuple n'avait pas eu jusqu'ici l'idée qu'on peut en plein Paris faire la guerre comme en Algérie.

*Engels Les journées de Juin 1848<sup>5</sup>*

La question qui se pose semble assez simple : comment produit-on concrètement un actif financier, c'est-à-dire une relation entre deux bilans ? Comment évolue cette technique de production, comment est géré son changement ? Le main stream et son « frictionless market » se pose peu ou pas du tout la question car il s'intéresse à un autre objet. Dans ce paradigme, l'idée n'est pas de décrire la réalité mais ses conditions d'optimisation. Les faits passent après l'axiomatique.

Ceci est compliqué à admettre, et encore plus à comprendre, surtout lorsque vous êtes un de ces millions de salariés qui a passé sa vie à organiser et gérer ces supposées « frictions ». Et que, de plus, vous pouvez aisément calculer que cette gestion des enregistrements et des transferts de bilan à bilan d'actifs, ces frictions selon les uns et opérations de production selon les autres, représentent un coût global de plus de USD 500 milliards annuels. Plus que le PIB de la Suisse. Cette transparence théorique peut interpeller les acteurs concrets du marché.

Quels sont donc les acteurs, les outils et les conditions d'une telle production ? Comment évolue ce processus de production d'actifs financiers ? A-t-il un lien avec le prix des actifs ? Est-il un frein ou accélérateur des mouvements de capitaux<sup>6</sup> ? Que peut-on prévoir de son évolution ? Ce processus complexe de production, combinaison de savoir-faire, d'outils, de techniques et de matières premières, peut-il se résumer à une relation abstraite, rationnelle, anhistorique et a-culturelle ? La réponse devrait paraître simple si pendant plus

---

<sup>5</sup> Dans Marx Les luttes de classes en France, page 195, Editions Sociales 1967

<sup>6</sup> Les « barrières » d'A.Giovaninni et de la Commission Européenne - Marché Intérieur

de trente ans votre métier a consisté à comprendre et utiliser certaines strates techniques, archéologiques et culturelles des processus financiers. Avec par exemple la gestion des rapports nationaux à la déontologie et à la corruption, dont l'importance a explosé depuis vingt-cinq ans, et qui est annuellement mesurée dans son contexte national<sup>7</sup>. Notons que ces mesures de la transparence et corruption des acteurs fait aujourd'hui partie des paramètres de décision de tout opérateur financier. Et qu'il s'agit bien d'un élément de culture nationale (classement de valeurs spécifiques).

### **En d'autres termes : qu'est-ce que la fabrication concrète du crédit ?**

La réponse à ces questions est bien sûr très complexe. Car rien ne demeure plus obscur que la fabrication sociale du crédit, de la confiance. Les crises en cours sont là pour le rappeler. Les historiens, et pas seulement les historiens de la finance ont assez précisément décrit les apparences de ce processus pluri-centenaire<sup>8</sup>. Des millions de règles du jeu, d'institutions, et des centaines d'organisations constituées au cours des siècles contribuent à cette production. Bien avant les foires de changes de Plaisance (XVIème), l'élaboration des règles de la modernité financière commence à se construire. L'écheveau ainsi formé est devenu si complexe au XXIème siècle que bien peu tentent de le dénouer. R.C.Merton nous le rappelle par un exemple très simple : *“Swap contracts (i.e ISDA Master Agreements ajout PL) provide an excellent example to illustrate the importance of institutional details that are routinely ignored in neoclassical analysis”*.<sup>9</sup> Des règles et outils, base de la confiance, “routinely ignored” par l'économie académique dominante alors qu'ils gouvernent aujourd'hui, pour ces seuls contrats de SWAP, un montant notionnel de 8 (huit) fois le PIB mondial !<sup>10</sup> Comment de telles absences sont-elles théoriquement soutenables sauf à écarter toutes institutions du paradigme? Serait-ce du fait du nombre et de la complexité des règles qui rendraient inopérants les modèles n'en utilisant que quelques-unes ?

Ou simplement, comme le rappelle un document d'étude (working paper) de la BIS<sup>11</sup>, parce que **la chaîne d'intermédiation se complexifie en s'élargissant**? C'est l'hypothèse que nous retiendrons au départ: la chaîne d'intermédiaires est complexe et mouvante et se prête mal à l'analyse et en particulier à la modélisation car son objet est trop imprécis et changeant dans le temps. D'autant que tout phénomène lent de fabrication d'un ensemble de production fait référence à de multiples facteurs dont celui de la culture nationale et de ses manifestations (pensons par exemple à l'analyse des genres et la distribution de micro-crédits).

---

<sup>7</sup> Voir en particulier les travaux pionniers de Edward.Banfield (1952) sur l' « amoral familism » en Italie. Et aujourd'hui les travaux de Transparency International [www.transparency.org](http://www.transparency.org) qui agit comme rating agency de l'indicateur de corruption, repris dans les analyses et recommandations du World Economic Forum.

<sup>8</sup> Les tomes I et II de « La Méditerranée » restent l'initiation à la finance la plus claire et efficace que j'ai lu.

<sup>9</sup> Robert C Merton on standard usage (master agreements) . Design of financial systems. JOIM 2005. page 16 sur [www.joim.com](http://www.joim.com). Nous reprendrons souvent cette citation car elle nous paraît bien illustrer le statut épistémologique de notre objet « routinely ignored ».

<sup>10</sup> Voir statistiques mensuelles de la BIS sur [www.bis.org](http://www.bis.org)

<sup>11</sup> BIS April 2011. Market structure and systemic risk. [www.bis.org](http://www.bis.org)

*Culture nationale et histoire peuvent-elles contribuer à la connaissance pratique de la réalité financière contemporaine en dévoilant les conditions concrètes de production des règles du jeu (les « institutions » et les « organisations » des membres l'ISNIE<sup>12</sup>)?*

Prenons trois exemples pour illustrer très simplement les conditions d'adoption, de diffusion et de croyance des règles du jeu, institutions, qui semblent marquées par leur contexte de production historique et culturel. Peut-on douter qu'il s'agit de règles historiquement et socialement construites, donc culturelles ? Ou préfère-t-on pour des raisons méthodologiques, comme l'approche main stream semble le faire par souci de simplification, qu'un beau matin de printemps le monde se soit réveillé avec l'ISMA rule book<sup>13</sup> sur sa table de chevet ?

Mais comment voir, où lire, des règles de gestion et la culture nationale, dans le monde financier ?

Quel meilleur exemple que le « Marchand de Venise » (un texte de 1596) pour illustrer l'importance concrète des règles du jeu, des institutions, dans le fonctionnement et le développement des transactions marchandes, en particulier dans le monde global ?

*Shylock (act III sc III):*

I'll have my bond ...

*Antonio :*

the Duke cannot deny the course of law  
For the commodities the strangers have  
With us in Venice, if it be denied  
Will much impeach the justice of his state  
Since that the trade and profit of the city  
Consisteth of all nations.

La force de Venise c'est donc l'existence et le respect de certaines règles du jeu. Règles du jeu et règles de droit, sources du succès des économies ? Voici Shakespeare bien proche de Douglass North et de la nouvelle économie institutionnelle. Mais c'est aussi ce que les professionnels vivent au quotidien : capital, techniques et force de travail ne sont rien sans les règles concrètes qui organisent la production marchande.

Un deuxième exemple historique. Il peut être lu comme le négatif des études de Banfield sur l'Italie du sud deux siècles plus tard. Et une autre façon de décrire le « my word is my bond » d'une salle de marché. « The canton of Unterwald in Switzerland is frequently ravaged by storms and inundations, and is thereby exposed to extraordinary expenses. Upon such occasions the people assemble, and every one is said to declare with the greatest frankness what he is worth in order to be taxed accordingly. At Zurich the law orders that, in cases of necessity, every one should be taxed in proportion to his revenue—

---

<sup>12</sup> International Society for New Institutional Economics [www.isnie.org](http://www.isnie.org)

<sup>13</sup> International Securities Market Association (aujourd'hui ICMA) qui définit les règles de fonctionnement des marchés de taux dans le monde. Et a en particulier « inventé » le T+3 et les tolérances d'appariement (moins de rigueur pour plus d'efficacité).

the amount of which he is obliged to declare upon oath. They have no suspicion, it is said, that any of their fellow-citizens will deceive them. At Basel the principal revenue of the state arises from a small custom upon goods exported. All the citizens make oath that they will pay every three months all the taxes imposed by the law. All merchants and even all innkeepers are trusted with keeping themselves the account of the goods which they sell either within or without the territory. At the end of every three months they send this account to the treasurer with the amount of the tax computed at the bottom of it. It is not suspected that the revenue suffers by this confidence. » Par cet exemple étonnant pour des hommes du XXIème siècle, Adam Smith<sup>14</sup> nous explique ici que le pay-out vient de la confiance et de la capacité de coopérer dans un large groupe.

Aujourd'hui encore, la capacité de coopérer en confiance en dehors du cercle familial ou ethnique reste souvent une source d'étonnement pour les citoyens des « backward economies » de Banfield. Peut-on douter de la nature culturelle d'une telle situation ?

Ou encore plus récemment, troisième exemple, la célèbre audition archétypale de l'ancien responsable de la FED. Où l'interprétation du mauvais fonctionnement de certaines règles du jeu s'est heurtée à des à priori culturels des responsables<sup>15</sup>.

Henry Waxman: “your view of the world, your ideology was not right, it was not working?”

Alan Greenspan: “precisely ... this is precisely the reason why I was shocked”

*Hearings on Credit Crisis 24 Oct 2008*

L'idéologie n'est ici que la croyance en certaines règles. Règles culturelles qui semblent elle mêmes organiser une partie du marché financier. La croyance en son auto-régulation si bien décrite par Karl Polanyi <sup>16</sup>.

### « *The fundamental of business* »

Nous allons tenter de décrire une partie matérielle du processus de crédit, donc de la confiance, et ses modes de production dans leur contexte national.

Si la «Tulipomania » de 1637 ou la crise florentine de 1340 - et l'histoire financière en général - semblent éclairer certaines théories de la croissance, des crises et des bulles, les

---

<sup>14</sup> Chap V.2.96 *Wealth of Nations*. 1776

<sup>15</sup> P.Krugman (inspiré sans doute de la dernière page de la Théorie Générale « les hommes d'action...sont les esclaves de quelque économiste passé ») va encore plus loin en accordant aux théories un rôle déterminant sur la réalité économique “les seuls obstacles structurels importants à la prospérité du monde sont les doctrines obsolètes qui encombrant l'esprit des hommes ». Pourquoi les crises reviennent toujours. Page 245. Points. 2009. 250 pages.

<sup>16</sup>Karl Polanyi. La grande transformation “l'économie de marché est une structure institutionnelle qui comme nous l'oublions tous trop facilement n'a pas existé à d'autres époques que la notre”. Page 81 Gallimard. 1983.

comportements des groupes et de leurs cultures n'ont pas vraiment intégré la finance académique. Les manières d'être, de penser et d'agir caractéristiques (marqueurs) d'une population historique – sa culture - n'ont pas encore d'impact généralement accepté sur l'analyse des prix d'équilibre ou les fonctions de production. Comme si le comportement (individu) et la culture (groupe) n'étaient pas explicatifs de la majorité de nos actions, en particulier dans le domaine de la finance ? Posée aux sociologues, la question ferait sourire : pour eux, seule l'analyse des interactions permet les découvertes (voir en particulier les travaux de Michel Callon sur le marché et ses arrangements socio-techniques).

Quel homme de marché contredirait aujourd'hui J.Pierpont Morgan sur le rôle et la nature de la confiance-crédit ?

Samuel Untermyer: Is not commercial credit based primarily upon money or property?

JP.Morgan: No, sir. The first thing is character.

Untermyer: Before money or property?

JP.Morgan: Before money or anything else. Money cannot buy it ... a man I do not trust could not get money from me on all the bonds in Christendom .

Untermyer. That is the rule all over, the world?

**JP.Morgan : I think this is the fundamental of business**

Depuis ce 19 décembre 1912 les choses ont-elles changé<sup>17</sup> ? Comment établir « trust and confidence » pour supporter la valeur de l'écriture comptable représentant un actif financier ?

« The first thing is character », Akerlof dirait « identity » et Bourdieu « Ethos et Habitus ». Accepter l'interaction sociale comme source d'explication première (et pas comme simple variable d'ajustement de modèles incomplets<sup>18</sup>) de la réalité financière est un choix tentant. Mais en même temps il peut sembler probable qu'une approche explicative et prédictive, résultat de milliards de variables mises en forme dans un contexte historique manquerait sans doute de maniabilité et d'opérationnalité.

*Comment la question m'a été posée avant que je ne me la pose.*

Comment cette situation si évidente de mon quotidien professionnel, les conditions déterminent l'action, pouvait-elle être absente des grands référentiels académiques ? J'ai passé une bonne partie de mes (presque) quarante ans d'activité professionnelle à tenter d'expliquer à mes collègues anglo-saxons les principes comptables de la dématérialisation française des titres. « So what ? » était la réponse la plus fréquente. L'immobilisation, et non pas la dématérialisation, des titres leur semblait plus évidente, plus simple, plus efficace, plus libertaire. Ils avaient du mal à croire que des esprits assez pervers avaient pu inventer des techniques aussi complexes pour quelque chose d'aussi simple qu'un solde de compte « matière ». Quant à interdire aux citoyens de détenir des titres physiques, seuls

---

<sup>17</sup> Subcommittee of the committee on banking and currency, house of representatives, Washington, D.C., Decembre 19, 1912. Page 1084/7 cité dans

[http://fraser.stlouisfed.org/publications/montru/issue/3642/download/53582/montru\\_pt15.pdf](http://fraser.stlouisfed.org/publications/montru/issue/3642/download/53582/montru_pt15.pdf)

<sup>18</sup> Voir Pr Rugman. Séminaire « International Business » Lyon II. Ecole doctorale. 2011.

des penseurs et politiciens totalitaristes, ennemis naturels de Hayek ou de Popper, avaient pu mettre en place un tel système.

De mon côté je ne comprenais pas leur résistance au concept mais j'étais également incapable d'expliquer ma fascination absurde et mon admiration pour l'austère instruction n°15 de la SICOVAM (plan de compte titres obligatoire en France depuis 1983).

De même, j'étais incapable d'analyser mon malaise, réel, devant les dénominations des structures et organigrammes des banques d'investissement anglo-saxonnes : « le monde de Paul », « le monde de Jacques » comme si un service ou une direction pouvait appartenir à son responsable. Moi je naviguais avec joie au sein de structures aux noms de code subtils CIGM/TIT /Ord ou MARC/GES/Bac, lieux où la hiérarchie était monarchique mais où l'ordre et les rangs étaient définis par le nombre de majuscules et de minuscules qui composait l'intitulé de votre service (4 majuscules = Direction, 3 majuscules = sous direction, 1 majuscule suivie de 2 minuscules = services, que des minuscules ... simple cadre responsable d'équipes). Ceci me semblait le summum de l'organisation et du management, qu'en douze pays différents, il est vrai, je n'ai jamais vu ailleurs. Rien d'autre pourtant qu'une technique ordinaire de classification appliquée à l'organisation. Mais illustrant si bien les hiérarchies et non pas les contrats.

Et puis un jour j'ai lu, sur les conseils d'un ami responsable d'une formation de management interculturel en France, les travaux de Philippe d'Iribarne<sup>19</sup>. Ceux-ci m'ont conduit aux recherches interculturelles d'E.Hall, F.Trompenaars ou G.Hofstede et autres maîtres du management inter-culturel. Quelle révélation et surtout, pour le responsable opérationnel, quelle capacité explicative de la réalité industrielle de la finance ! De ma réalité professionnelle quotidienne. Aussi utile qu'au niveau politique les inoubliables et combien actuelles analyses de Germaine Tillon du « Le harem et les cousins ».

D'un coup je comprenais grâce à des travaux académiques que la comptabilité titres se devait d'être française et que l'attachement à une personne dans une entreprise n'est pas un indicateur de servilité mais d'existence d'un contrat équitable, « fair », entre le salarié et sa hiérarchie ! Et combien une lecture plus précoce de « la dimension cachée » d'Edward Hall m'aurait évité d'impairs professionnels et d'incompréhensions avec mes nombreux collègues étrangers. A commencer par le respect des espaces privés sur les lieux de travail ou plus simplement la formation des noms de famille et des appellations professionnelles si codifiées par exemple dans le monde lusophone (« Senhor Doutor » ou « Engenheiro ») ! « Culture matters », titres de plusieurs ouvrages et articles, cette affirmation est désormais un point acquis de l'international business<sup>20</sup> car nous explique Herbert Simon « you cannot predict human behavior by setting up an abstract model<sup>21</sup> ». Et sans prévision pas de pouvoir d'action sur la réalité.

**« Il n'y a point d'homme dans le monde ... »**

---

<sup>19</sup> La logique de l'honneur. Seuil.1989.

<sup>20</sup> Voir Rugman et al. International business hand book. Chapitre 15.

<sup>21</sup> H.Simon Interview dans [www.video.ft.com](http://www.video.ft.com) 2010

Comment dans le monde financier, ma vie professionnelle, supposé être celui de la quintessence de la rationalité de l'homo economicus les paramètres comportementaux, sociaux, historiques et culturels se trouvaient en fait être explicatifs de mon environnement quotidien. Il devenait en effet si simple avec ces outils de découvrir la nationalité d'un fonds de pension à travers la nature des ses actifs ! Ou de pouvoir expliquer comment et pourquoi un fonds d'investissement pouvait se constituer en forme latine (contractuelle ou corporate) ou anglo-saxonne (trust) ! Comment la longue période culturelle permet de conserver dans les common laws et le droit napoléonien des résidus de comportements millénaires ! Par exemple comment la prohibition du taux d'usure existe toujours en droit dans les pays catholiques (le taux officiel d'usure) alors qu'elle est dans les « pays de la liberté » (réformés), dans les faits, ignorée<sup>22</sup>.

Un broker keynien, d'origine indienne, m'avait pourtant bien prévenu, « you once think you are working with brokers or asset managers or custodians, this never happens! You only work with men ». Ce qui n'est qu'une simple reproduction d'une plus ancienne affirmation de Joseph de Maistre en 1795 « il n'y a point d'homme dans le monde, j'ai vu dans ma vie des Français, des Italiens, des Russes ...etc. Je sais même grâce à Montesquieu qu'on peut être Persan, mais quant à l'homme je déclare ne l'avoir jamais rencontré de ma vie. S'il existe c'est bien à mon insu. »<sup>23</sup>. En d'autres termes, à vouloir trop abstraire et dé-contextualiser ne risque-t-on pas parfois de manquer l'essentiel ? Des financiers européens ignorent encore que les plans d'épargne dans l'entreprise 401K contrôlent les marchés actions aux USA et négligent le rôle des fonds de pension dans l'énorme pression permanente à l'achat qu'ils exercent sur le très long terme (avant l'effondrement démographique de 2040-2050 et l'« asset meltdown » qu'il risque de provoquer dès 2025<sup>24</sup>). Fonds de pension qui ne sont rien d'autre qu'une enveloppe fiscale, un choix de société donc, et pas une technique financière (i.e de financement).

Erreur de méthode, simplification optimisatrice ou « cécité culturelle » ?

### ***Comportement individuel à rationalité limitée versus logique collective...***

La longue période et sa complexité ne touche pas que l'histoire des groupes, elle touche aussi le déploiement des sciences. Les débats sur Kuhn (conflits de paradigmes) et Popper (preuves et intuitions) sont loin d'être clos : il est aujourd'hui difficile de se repérer, en particulier pour un néophyte comme moi, dans l'étonnante accumulation de paradigmes économiques concurrents et souvent contradictoires dans le monde de l'Economics.

A quel paradigme se raccrocher pour étudier la production concrète d'actifs financiers ? Quels filets théoriques (Popper) lancer pour capturer un bout de réalité économique ? La psychologie semble avoir fait une percée définitive dans le monde de l'économie, cette « science des choix ». La sociologie et l'anthropologie en restent écartées (sauf dans le monde du Gender analysis avec en particulier les travaux de la Banque Mondiale et de l'OCDE)

---

<sup>22</sup> Début 2011, les taux UK des pay-day loans (prêts fin de mois de quelques jours) atteignent 2500%

<sup>23</sup> Joseph de Maistre. Considérations sur la France. Page XII. Editions Complexe. 2006

<sup>24</sup> Voir les approches contradictoires et tests de cette thèse dans « Demography and Financial Markets ». G20, Reserve Bank of Australia et Australian Government.. Octobre 2006. 413 pages. En particulier l'article de Robin Brooks Demographic change and asset prices page 235-261. [www.rba.gov.au](http://www.rba.gov.au)

Ce qui était une évidence pour Marx, Tarde ou Keynes a dû être de nombreuses fois redécouvert (c'est le cas exemplaire de Tarde lui-même « redécouvert » à grand bruit en 2010).

Maurice Allais fondateur de fait du behavioral finance n'a pas laissé son nom à cette approche, laissant cette honneur à D.Kahneman ou A.Tversky. Mais est-ce une provocation que de considérer que la Prospect Theory n'est rien d'autre qu'une reformulation du tétrapharmacopée épiqueurien ? Vingt quatre siècles pour confirmer que, en valeur absolue, les pertes sont plus douloureuses que le plaisir des gains<sup>25</sup> ? Les expériences d'Elton Mayo de 1934 sont reproduites aujourd'hui par des expérimentalistes du Personnel Economics qui confirment leur bien-fondé.

L'apport concret de l'approche behavioral (economics et finance) n'est désormais plus contesté, plus de cinquante ans après les premiers travaux d'Allais, pas même par le main stream<sup>26</sup>. Les comportements dits à rationalité limitée agissent en particulier sur les prix. L'interaction des agents ou leur biais cognitifs expliquent autant que leur capacité de calcul.

Si les comportements individuels, 110 ans après Tarde, commencent à intégrer les sciences économiques (et des psychologues se voient octroyer le Nobel), ce n'est pas encore le cas des groupes humains concrets et de leur culture. Les sociologues ont conservé le quasi monopole de cette approche.

En 2010 un petit livre d'Akerlof-Kranton dévoilait au monde scientifique que les individus se comportaient probablement aussi en fonction de leur identité (identity economics). Alors que ce qui semble définir l'identité est bien un comportement ou un état spécifique et observable. Ce qu'un sociologue, ou simplement un homme de marketing, prend pour point de départ l'économie ne l'a encore peu intégré et peu accepté. Akerlof désire fonder une nouvelle approche où «tastes vary with social context ...identity and (cultural. Added by PL) norms then yields a theory where social context matters»<sup>27</sup>.

Les classeurs classés par leurs classements de P.Bourdieu n'ont manifestement pas toujours traversé l'Atlantique. Il est vrai que de l'autre côté de l'Atlantique, selon certains des principaux auteurs du main stream, le taux de fécondité final des femmes est « encore » dépendant de la courbe des taux « these conditions imply that fertility in open economies depends positively on the world interest rate»<sup>28</sup>. Résultats qui laissent sans doute peu de place à des enrichissements et croisements avec des approches anthropologiques et culturalistes du phénomène observé (ici la fertilité). Ou tout simplement avec les données fournies par la démographie.

---

<sup>25</sup> « Dieu n'est pas à craindre, la mort n'est pas un souci, et si le mal est facile à supporter le bien lui est facile à obtenir ».Lettre à Menecée reformulée par Philodème de Gadara. Ce qui est un objectif philosophique, car bien sur dans le monde réel Dieu est craint, la mort est un grand souci, le bien est difficile à obtenir et le mal est insupportable. Ce qui est bien l'asymétrie gains/losses de la prospect theory.

<sup>26</sup> R.Merton Design of financial systems : toward a synthesis of function and structure JOIM 2005

<sup>27</sup> Akerlof-Kranton 2010 Identity Economics page 6. Princeton University Press

<sup>28</sup> G.Becker A reformulation of the Economic Theory of Fertility. NBER 1793 Janvier 1986. Ces résultats ne semblent pas avoir donné lieu à applications concrètes.



Ce qui fait dire à Henri Mintzberg, et bien d'autres penseurs des organisations « Economists don't know about culture...so they don't care about cultures, they don't care about communities...but enterprises function best when there is social glue<sup>29</sup> ».

En d'autres termes, si la psychologie a maintenant le « droit » académique de déformer un prix d'équilibre, l'histoire, la technique (civilisation) et la culture, se doivent encore de le conquérir. Pourtant la matière et les tentatives ne manquent pas<sup>30</sup>. Mais l'idée weberienne, plus que centenaire (106 ans depuis l'Ethique), de relation entre efficacité économique et culture ne franchit pas facilement les Pyrénées des paradigmes antinomiques, cette chaîne qui sépare l'économie des autres sciences sociales.

Kuhn avait peut-être raison. Seule l'acceptabilité sociale fait la révolution scientifique.

### *Aller plus loin*

Il est donc possible de passer toute une vie professionnelle à tenter, pour faire des choix, de comprendre et d'assimiler la culture des autres (nationale, régionale, corporate, religieuse...) sans obtenir de support théorique et académique de ses choix économiques. Un peu comme si on réfléchissait à l'égalité des chances universitaires sans l'aide de Bourdieu et Passeron et de leurs successeurs. A-t-on vraiment besoin du travail récent d'un prix Nobel pour accepter que l'identité sociale pilote en grande partie les choix, alors que les professionnels du marketing et de la politique obtiennent d'évidents résultats depuis longtemps ? Tout cela était assez déroutant, presque frustrant.

Il était donc naturel qu'un jour je désire aller plus loin. Faire le pas de côté me permettant l'observation plus rigoureuse (moins émotionnelle) de ces phénomènes peu manipulables mais bien apparemment réels. Ayant employé malgré moi la méthode du « participant observer », chère à B.Malinowski, durant de trop nombreuses années j'ai donc tenté de prendre le recul nécessaire au sein de l'université en utilisant la boîte à outils des Institutionnalistes. Et ce pour essayer de lire mieux ma réalité de travail.

### **« I would like the empirical work first »<sup>31</sup>**

Simplement, un premier exemple visuel. Comment expliquer sans la culture et l'histoire des peuples (concepts assez proches car interactifs) le graphique ci-dessous ?

C'est un problème financier on ne peut plus concret et d'une importance majeure: la technique de distribution de USD 30.000 milliards de fonds d'investissement<sup>32</sup>. Nous voici devant une activité de base universelle des marchés financiers : capturer de l'épargne. Le graphique montre bien qu'Américains et Européens ne s'y prennent pas de la même

---

<sup>29</sup> Henry Mintzberg. Mc Gill University. 5 Février 2009. Financial Times podcast.

<sup>30</sup> P.Bourdieu ou simplement toutes les écoles du management interculturel

<sup>31</sup> R.Coase. Cours. Chicago 2003

<sup>32</sup> Il y a parfois confusion entre les avoirs financiers des fonds (environ USD 28.500 milliards en 2009) et leurs avoirs totaux (plus de USD 30.000 milliard à la même date)

manière. Comment dans le monde hyper-fragmenté des fonds, l'Europe peut-elle être plus automatisée, plus efficace, et plus utilisatrice de normes internationales que les USA alors que les discours dominants nous expliqueraient l'inverse ? Pourquoi de telles différences nationales dans un marché prétendument globalisé ? Peut-on croire au hasard ? Ou doit-on croire à l'histoire et aux institutions ?

Nous en sommes aujourd'hui convaincus : l'explication de ce type de schémas ne se fait pas par la découverte d'écarts techniques nationaux, mais par la mise en exergue de pratiques culturelles (ici dans l'exemple, la relation au pouvoir central). Est-ce significatif de quelque chose en lien avec la finance de marché ? Oui, en termes de coûts de production et de transaction du principal actif financier. Donc probablement de prix. Comment corroborer cette opinion ?

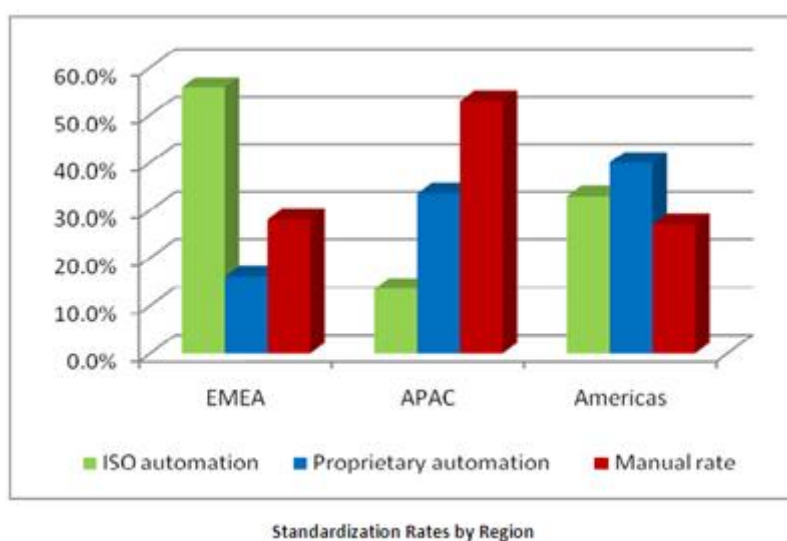


Figure 1 Automatisation et Technique de distribution des fonds en Amérique, Asie et Europe.

Source Swift.

Il s'agit des pourcentages de traitement des instructions sur Fonds d'investissement, par type : messages ISO, messages propriétaires, traitement manuel, en Europe, Pacifique et Amériques. Source: SWIFT Nov 2010. Global business, local practices (fund exec example)

Le hasard ou la réglementation nous expliqueront-ils aussi l'importance structurante de l'home equities bias aux USA? Si la finance contemporaine est la finance des fonds de pension et d'investissement (plus de USD 60.000 milliards d'actifs en 2011), comment ne pas voir que les fonds de pension sont le résultat d'une vision individualiste (exacerbée dans les plans 401K aux USA) opposée au « socialisme » collectiviste de la répartition bismarckienne ou beveridgienne ? Arrêtons ici les exemples car les illustrations de ces « évidences culturelles » sont innombrables.

**En d'autres termes : la production concrète des actifs financiers, comme toute activité de production, ne peut pas être par construction « culture free » pour reprendre l'expression favorite de Geert Hofstede. Nous verrons plus loin que nous appelons « créationistes » les paradigmes qui rejettent l'analyse du système de production, ou le prennent pour une donnée non observable et mineure dans l'étude des mécanismes**

**de financement et de formation des prix.** Par production nous entendrons : conception, fabrication, distribution et contrôle. De fait la chaîne d'intermédiation émetteur-investisseur.

### **Confondre recherche et expériences vécues: le risque du biais professionnel de confirmation**

C'est sans doute un immense privilège et une grande chance de pouvoir se « retourner » sur son métier, son expertise et sa vie professionnelle. C'est aussi un grand risque : il n'y a eu qu'un seul Claude Levi Strauss, capable de tirer une connaissance d'une expérience personnelle. Je ne me risquerais donc jamais à un « Triste finance » bien qu'analyste et pratiquant de plus de dix places financières et disposant d'un savoir empirique acquis au cours de trente années de projets financiers. Je cours ce risque de confondre réalité, perception et opinion bachelardienne, risque d'autant plus grand que les confirmations quantitatives sont difficiles dans ce domaine et que les approches qualitatives se heurtent ... aux biais culturels ! Mon biais de confirmation est évident : comment oublier les milliers de faits accumulés en trente ans qui semblent en apparence, mais en apparence seulement, confirmer notre approche ? Pour reprendre l'exemple déjà donné : si tout le monde accepte bien l'aspect culturel évident de la finance islamique ou éthique, on voit moins bien le substrat culturel de la si française comptabilité titres<sup>33</sup>, substrat qui est pourtant aussi « évident » vu de l'intérieur du métier (un beau plan comptable obligatoire et imposé par des fonctionnaires d'état).

Comment faire pour lire avec méthode notre histoire et les cultures nationales dans nos institutions de marché, c'est-à-dire notre mode de production d'actifs financiers ? Ou pour reprendre la définition ICMA des marchés, comment bâtir historiquement « an efficient means of bringing buyers/investors and sellers/issuers together » cette relation de confiance, de crédit. Cette relation, osons le dire, culturelle.

Peut-être en suivant les traces déjà anciennes de Schmoller (école historique allemande), car elles nous conduisent directement aux approches multiculturelles contemporaines.

« L'ancienne économie politique prétendait souvent qu'il n'y avait pas en réalité d'économie nationale, de capital national, de revenu national, mais des économies individuelles, des capitaux et des revenus individuels. Ce qui est certainement faux, car le génie de la langue ne désignerait pas d'un nom commun ce qui n'aurait rien de commun. L'économie nationale des Anglais, des Allemands, des Groenlandais, des Cafres, des Chinois, ce sont là des désignations, non d'une somme d'économies individuelles sur un même territoire, soumises à la même autorité, mais d'un tout uniforme, dont les parties, sous tous les rapports, réagissent autrement les unes sur les autres, que ces mêmes parties ne réagissent sur les économies individuelles d'autres Etats, d'autres peuples. Et ce facteur commun, qui relie toutes les institutions particulières d'un peuple ou d'un Etat, ce n'est pas seulement l'Etat, c'est quelque chose de plus intime : c'est la communauté de la langue, de l'histoire, des souvenirs, des moeurs et des idées, c'est un monde de sentiments et d'idées communes, c'est la souveraineté de conceptions communes, un effort plus ou moins unanime de toutes

---

<sup>33</sup> P.D'Iribarne dans « La logique de l'honneur »

les forces psychologiques, c'est plus que tout cela, c'est une manière de vivre commune qui découle de ces principes psychologiques concordants, c'est l'éthique commune, comme les Grecs nommaient cette conscience<sup>34</sup> » conscience, que nous appelons aujourd'hui culture (Hofstede dit « software of the mind »). Et dont nous allons essayer d'identifier des traces dans la conception, la mise en place et l'organisation des composants des marchés financiers.

### **“I am just a banker doing God's work”<sup>35</sup>**

Si Dieu lui-même s'en mêle, bien sûr ... bien qu'il l'ait déjà fait et ait ainsi marqué pour plusieurs millénaires nos rapports à la finance et aux actifs financiers. N'est-ce pas un fait culturel et financier signifiant que de voir les travailleurs de Wall Street significativement absents les jours de fêtes juives? Ou bien est-ce un fait sans importance ni signification y compris dans le krach de l'Union Générale<sup>36</sup> ?

« Thou shalt not lend upon interest to thy brother: interest of money, interest of victuals, interest of any thing that is lent upon interest Unto a foreigner thou mayest lend upon interest; but unto thy brother thou shalt not lend upon interest; that the Lord thy God may bless thee »<sup>37</sup> rappelle le Deutéronome. Les effets financiers majeurs de cet interdit religieux dans les trois religions monothéistes sur la très longue période, et ses avatars contemporains (finance islamique), continuent non seulement de fournir la base de nombreux de papiers de recherche mais tout simplement de structurer une partie de la réalité financière. A commencer par son calendrier, la consommation du temps (nous reviendrons sur ce point).

Nous laisserons nous guider par le fil rouge de Gert Hofstede : « nationality defines organisational rationality » ? <sup>38</sup> Il nous interdit par une sorte de tautologie méthodologique d'imaginer des systèmes sociaux « culture free », en particulier sur la longue période<sup>39</sup>. Et donc bien sûr, les systèmes financiers. Les systèmes de production d'actifs financiers.

---

<sup>34</sup> Gustav Schmoller 1902 Politique sociale et économie politique. 1875. Page 42-43 Edition UQAC.

<sup>35</sup> Lloyd Blankfein CEO de Goldman Sachs en Novembre 2009

<sup>36</sup> Voir, pour une approche très mesurée des causes de cette crise, Jean Bouvier Le krach de l'Union Générale (1878-1885) PUF 1960, 308 pages.

<sup>37</sup> Deuteronomie Chapitre 23 JPS 1917 edition. Le lien avec la finance Islamique est une continuité. Cf De Roover sur l'histoire de la lettre de change et de la clause de diversité des lieux.

<sup>38</sup> G.Hofstede. Culture and Organisation. Software of the mind. Page 275 Mc Graw-Hill 2005

<sup>39</sup> Voir le succès explicatif des approches d'anthropologie culturelle sur la compréhension de la réalité politique contemporaine chez E.Todd ou Le Bras.

## ***12 – La méthode, les sources et l’objet.***

### **Deux approches du système de production d’actifs: frictions ou production**

“So, it is hard to define an infrastructure. It is difficult to characterize an exchange, a CCP, and a CSD. Governance is a complex notion, with the interests of many key constituencies being relevant. Many of these interests are controversial in nature. And on top of all of this, a multitude of factors have progressively meant that the governance of market infrastructure institutions has become a matter of great commercial, regulatory, legislative and political concern. *Time for a major research project?* »<sup>40</sup>. Sans doute, il faut plus de recherche sur les infrastructures de marché, mais pas seulement pour l’infrastructure post-marché qui reste un petit sous-ensemble des premières. Il faudrait des projets pour l’ensemble des composants du marché lui-même.

Dans cette première partie nous définirons quelques points de méthode ainsi que nos sources principales pour ensuite en arriver à une proposition de définition du système de production d’actif financier. Nous retiendrons l’acronyme anglais FAPS, financial assets production system, que nous utilisons dans notre vie professionnelle. Enfin nous tenterons une description empirique et simplifiée de son fonctionnement, c'est-à-dire des interactions entre les principaux composants du FAPS.

Précisons de suite, nous reviendrons sur ce point, que si notre travail est théoriquement inspiré des travaux des institutionnalistes il se fonde (dans cette première partie uniquement) concrètement et d’abord sur la volumineuse littérature non-académique des rapports et travaux d’études des grandes organisations financières publiques et privées (en particulier IMF, ICC, BIS, CPSS, ICMA, ICMSA, ISDA, ISO-FIX-FpML, OECD, WEF, WFE, FESE, UNDP, EU-internal-market, FED, ESMA, ECB, EBA, HCCH, IFRS – voir table des sigles en annexe- ). La richesse de ces sources techniques relativement à notre sujet est impressionnante. La finance pratique possède une importante production documentaire qui agit souvent comme technique marketing et de communication corporate. Nous pensons les trente dernières années y avoir lu et utilisé (professionnellement et académiquement) près de deux mille articles et études décrivant un ou plusieurs composants de la chaîne d’intermédiation ainsi que leurs interactions partielles (principalement, mais pas uniquement, des interactions clients-fournisseurs).

Nous n’avons cependant jamais trouvé, et cela reste pour nous un grand sujet d’étonnement, de travaux relatifs au FAPS global<sup>41</sup>. La production des actifs financiers ne semble pas être un sujet. Comment de bout en bout de la longue chaîne d’intermédiation

---

<sup>40</sup> Ruben Lee Managing Director of the Oxford Finance Group. 2010. Ce sera notre conclusion (voir partie5) <http://www.exchange-handbook.co.uk/index.cfm?section=articles&action=detail&id=68964>

<sup>41</sup> Bien que les 2700 pages du Dodd Frank act aient cette vocation générale, elles ne décrivent pas le dixième des acteurs impliqués dans une opération concrète de financement par le marché. C’est Dominique Chabert, maître de conférence à Lyon, II qui le premier nous a fait remarquer l’absence de littérature sur le sujet du lien concret émetteur-investisseur..

produit-on et sécurise-t-on une écriture d'actif relative à une écriture de passif ? Définition même de l'actif financier.

Il est vrai que les professionnels eux même ont parfois du mal à se mettre d'accord sur la nature concrète des composants de marché qu'ils utilisent ou au moins sur leurs appellations. Ce qui n'aide pas le monde académique qui prend la finance pour objet. Un exemple significatif de la fragilité des définitions peut être trouvé dans l'organisation du marché des fonds d'investissement « In the past TA's were pure processing agents, considered as the back office of the fund, it is considered as the most front office of back office »<sup>42</sup>. Et il est vrai qu'il est troublant que de la prise et l'exécution d'ordre en « client facing » ait un jour pu passer pour du « back-office » (termes généralement confondu dans le monde académique avec celui des opérations, ce qui accroît la confusion sémantique générale).

Un autre exemple est donné avec l'activité de conservation (custody) qui semble à l'évidence une activité de services d'investissement<sup>43</sup> liée à la tenue de compte et que nombre de professionnels continuent à appeler « back office » par ressemblance avec l'activité post-exécution d'une salle de marché. Or il semble assez probable qu'une personne se rendant chez son banquier pour y acheter un service de tenue de compte complexe, i.e pour tous les types d'actifs dans leur composantes fiscales, ne se rend pas chez son « back office ». Mais bien chez un prestataire de services financiers subissant d'importantes contraintes concurrentielles.

Le sujet sous revue, la production concrète d'actifs financiers, est au niveau académique aujourd'hui approché, au moins, sous quatre formes principales :

1. **La forme « vide »** soit simplement l'absence du sujet dans le paradigme. La production concrète d'actifs financiers n'y est pas objet d'études (tout comme l'étude de la plomberie n'est pas l'étude de la physique même si les deux activités reposent sur les mêmes lois). Ce qui revient à supposer, hypothèse de travail du main stream, qu'un actif financier ne se produit pas et donc n'a pas de coût de production. Il ne fait que subir d'éventuels coûts de transaction. Et donc qu'il ne prend pas la forme donnée par un système de production conditionné par les technologies et les pratiques de son milieu et de son époque. Hypothèse à l'évidence trop simplificatrice mais toujours portée par le paradigme dominant, le main stream<sup>44</sup>. L'essentiel des manuels d'introduction à la finance de marché sont basés sur cette approche<sup>45</sup>. A un même niveau analytique cette absence est identique à celle du tri métallisme dans la vision théorique de la monnaie chez les

---

<sup>42</sup> Forum ALFI Luxembourg. Octobre 2010.

<sup>43</sup> Sauf pour la Commission Européenne pour qui c'est un service « auxiliaire », ce qui a ensuite posé des problèmes complexes quand il a fallu définir dans MIFID II ce qu'était la « best execution » (où s'arrêtent les coûts ?). Cette vision hiérarchique entre fonctions, ici entre exécution et enregistrement, n'est toujours pas remise en cause.

<sup>44</sup> Voir les tentatives de Merton pour corriger cette absence dans, par exemple, Merton et Bodie « Design of financial systems : toward s a synthesis of function and structures » JOIM Q1 2005

<sup>45</sup> Un exemple avec le manuel un moment très utilisé de Florin Aftalion « Marché des changes et produits dérivés » PUF 1995 , 232 pages (cours du Master Finance de l'ESSEC), où aucune description du mode de production des actifs décrits n'est faite. Les produits sont présentés dans leurs principes (quoi), pas dans leur réalité (qui ,où,comment...) y compris nationale (domiciliation) ou fiscale. Comme si les produits n'avaient pas de nationalité, de domicile, de réalité matérielle.

classiques focalisés sur le bimétallisme : absence d'une réalité quotidienne au profit d'une abstraction réductrice.

2. **La forme partielle.** Elle retient une partie du sujet pour l'isoler comme sujet d'étude. C'est le cas des recherches sur les microstructures de marché, le market design et plus généralement de l'économie industrielle. La recherche des biais cognitifs et l'économie expérimentale font aussi partie de cette approche partielle. L'analyse de quelques-unes des interactions entre acteurs et outils est ici orientée en vue d'une meilleure compréhension de la formation des prix. Les biais cognitifs vont par exemple déformer la formation « pure » du prix<sup>46</sup>, mais ils ne sont pas la formation du prix. Tout comme les marchés de prix ou les marchés d'ordres modifient les prix d'équilibre prouvant ainsi que les composants du marché (le carnet ou le market maker) ont un effet sur les prix.
3. **La forme frictionnelle.** C'est-à-dire l'utilisation de l'idée de la friction entre la transaction « pure » et sa réalité concrète. Cette friction n'est pas coût de production variant avec une fonction de production. L'étude des frictions est de même nature que l'hypothèse du main stream sur le frictionless market : il y a un marché « pur » que des résidus de toutes natures empêchent de fonctionner de manière optimale. Tout ce qui se place entre l'investisseur et l'émetteur n'est que frictions qu'il s'agit soit de négliger soit de faire disparaître<sup>47</sup>. Ici les acteurs de marché ne produisent pas, ils parasitent ou ralentissent. Tout comme on peut dire, et mesurer, que les pneumatiques d'une voiture la freinent même s'ils sont la condition pour son déplacement. Si le monde « pur » de la transaction financière est sans friction il est à l'évidence (positiviste) aussi du monde de la fiction théorique. Toute transaction, et de toute nature, nécessite moyens, institutions et organisations. La logique marchande doit s'incarner dans une infrastructure pour se matérialiser.
4. **La forme opérationnelle,** soit l'analyse des conditions matérielles de production des actifs et d'inscription/utilisation aux bilans où ils sont inscrits. Comme il faut un marteau pour enfoncer un clou, que faut-il pour produire un actif financier : quelle quincaillerie ? Quel mode d'emploi ? Quelles méthodes ? Quels charpentiers ? Quels processus concrets et non pas métaphysiques ou métaphoriques<sup>48</sup> ? L'apparition dans des actifs et des passifs d'investisseurs et d'émetteurs, et surtout en finance contemporaine dans les bilans de véhicules ad hoc, n'est pas un effet de baguette magique mais d'une opération concrète de production. C'est d'ailleurs très simplement le nom que portent dans les organisations financières les groupes qui manipulent concrètement les actifs (i.e les postes des bilans) : les opérations. Ce sont bien des opérations matérielles de production qui conduisent aux modifications bilancielle, concrétisation de la création ou de l'échange d'actifs. Nous insistons : pas des frictions, des opérations. Ce qui bien sûr ne signifie pas que le coût de ces opérations ne puisse tendanciellement être minimisé comme dans tout processus industriel par exemple

---

<sup>46</sup> Voir par exemple Kahneman/Tversky et la prospect theory sur « risk avoidance and risk seeking » sur les gains et les pertes.

<sup>47</sup> C'est l'objectif désormais officiel de la Commission Européenne qui veut un marché financier « frictionless », sans toutefois définir ce terme. Voir groupe EGMI-2011/Internal Market. Rapport d'octobre 2011.

<sup>48</sup> C'est bien par hasard que nous sommes près de la loi des trois états et de l'introduction au cours de philosophie positive de Comte : « dans l'état métaphysique les agents surnaturels sont remplacés par des forces abstraites, véritables entités (abstractions personnifiées) ...capables d'engendrer par elles même tous les phénomènes observés ... ». Le marché abstrait, comme métaphore intellectuellement pratique, nous semble correspondre à l'état métaphysique.

par le simple jeu des gains de productivité ou de coûts de production marginaux décroissants.

C'est cette quatrième voie que nous avons choisi d'explorer. Et ce pour tenter d'éclairer des points soulevés à l'occasion de plusieurs expériences empiriques.

Curieusement, nous revenons sur ce point, ce sujet (l'assemblage des composants concrets du marché) attire peu le monde académique<sup>49</sup>. Oliver Williamson le rappelle « The confession is that we are still very ignorant about institutions »<sup>50</sup>. Dans le monde des marchés financiers nous n'avons par exemple trouvé aucun papier académique (aucun...) sur la performance des modèles concrets de distribution des fonds d'investissement (marché primaire ou secondaire, open architecture, domiciliation ...) alors que le nombre de papiers sur la performance de ces mêmes fonds se chiffre par centaines. L'analyse de la performance (return, en fait bien souvent la capture de la volatilité) serait-elle académiquement plus attirante que la distribution? Ce serait peu cohérent puisque la distribution conditionne la performance par le biais du TER (total expense ratio). L'accès matériel au produit est-il secondaire par rapport à son prix ? Alors même que ce sujet, la distribution globale<sup>51</sup>, peut être vu comme une quintessence des problèmes de mobilisation d'épargne, de coûts de transaction, et de microstructure de marché. Et qu'accessoirement il porte en 2011 sur un montant d'environ USD 30.000 milliards de stocks soit près de la moitié du PIB mondial, et génère pour la chaîne d'intermédiation plus de 100 bp de revenus annuel.

Il faut évoquer aussi la confusion sémantique qui règne sur l'ensemble des composants et qui fait que même les professionnels ne sont pas sûrs de leur vocabulaire et de la nature de leur outil. Le Dodd-Frank act conscient de ce problème a beaucoup travaillé sur les définitions et rôles des acteurs dans le cadre du texte législatif : il peut être vu comme un énorme dictionnaire des acteurs. C'est l'exemple déjà donné sur le rôle de TA (transfer agent ou gestion des souscriptions-rachats) qui pendant plus de trente ans a été considéré par les hommes de marché comme du back-office des fonds d'investissement, alors que depuis les années 2000 les TA sont clairement assimilés à des plate-formes d'exécution.<sup>52</sup>

Confusion des rôles, confusion des fonctions. C'est l'exemple de la confusion front-back évoquée ci-dessus que l'on retrouve sur l'activité de custody où même le référentiel officiel de certification AMF<sup>53</sup> qualifie le custody d'activité de « back-office ». Confondant ainsi les CIB et les autres prestataires de services. Mais que dire alors de fonctions comme les « promoteurs », « sponsors », « carriers » ou les « distributeurs » ? Et d'organisations comme l'Institute of International Finance ou le World Economic

---

<sup>49</sup> Ceci semble vrai pour l'economics mais la sociologie par contre produit de nombreuses recherches concrètes sur l'organisation globale des marchés (ex :M.Abolafia, M.Callon). Voir par exemple la monographie très détaillée : « Assembling an economic actor :the agencement of a hedge fund » I.Hardy-Mackenzie . May 2006. University of Edimburgh.

<sup>50</sup>O.Williamson. The New Institutional Economics. Taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*Vol. XXXVIII (September 2000) pp. 595–613

<sup>51</sup> Voir par exemple ALFI, Supporting global distribution, Octobre 2010. Forum TA. 90 pages.

<sup>52</sup> Association Luxembourgeoise de Fonds d'Investissement ALFI. TA forum. 15 octobre 2010.

<sup>53</sup> Référentiel AMF de certification Chapitre 10.1 Le post-marché, back office (sic)



Forum<sup>54</sup> ? Sont-ils ou pas des acteurs de la chaîne d'intermédiation ? Voici bien un indice de manque de rigueur analytique dans l'industrie en général : commencer par définir et dénombrer. Et pourtant « l'adoption d'une terminologie dont les expressions soient à la fois claires et précises constitue la condition fondamentale d'une communication aisée et féconde entre les divers agents de l'entreprise et à l'extérieur de la firme <sup>55</sup>».

### **Quatre sources utilisées pour ce travail et un constat : l'irrésistible attraction de l'exécution.**

*Le constat : une littérature focalisée sur les conditions et lieux d'exécution, les market venues.*

Insistons sur ce point. La littérature sur l'articulation et la composition nationale ou globale concrète du système de production d'actifs financiers est très limitée en général et presque absente du monde académique comme nous venons de le souligner. Bien qu'individuellement chaque élément du système donne lieu à de nombreuses études la vision globale est négligée et le quatrième principe cartésien généralement oublié « de faire partout des dénombrements si entiers et des revues si générales que je fusse assuré de ne rien omettre» (Discours).

En cette période de crise, en particulier, ne pas tenter une vue plus globale de la production financière s'est comme s'exposer à ne pas voir de lien entre notes d'agence de rating, pricing des CDS (credit default swap), recommandations de recherches d'analystes financiers et prime exigée des monolines (assureurs rehausseur de crédit) pour rehausser un crédit. Or c'est bien l'articulation de ces quatre organisations de marché qui à côté de la trading venue va contribuer à fabriquer la confiance, le crédit, et donc, in fine, un prix<sup>56</sup>.

Mais le marché académique reste, nous l'avons constaté au cours de cette recherche, majoritairement défini et analysé comme « trading venue », comme lieu d'exécution d'une transaction, de cristallisation des prix et de transfert de propriété. Le marché est donc presque confondu avec l'exécution d'un changement de propriété. Cette focalisation sur l'exécution et pas sur le processus global de production financière (c'est-à-dire de financement) est troublante car il ne touche que le monde des actifs financiers. Personne ne décrirait le système de production de l'automobile par le moment et le lieu où l'acheteur d'un véhicule négocie son prix final d'achat face au vendeur (prix très volatil même sur des véhicules neufs et résultat d'une combinatoire d'événements nombreux). C'est pourtant ce qui semble se passer dans le monde des actifs financiers : seule l'exécution expliquerait, la production compliquerait. Nous pensons qu'il s'agit là de « terribles simplifications » c'est-à-dire d'une approche qui ne voit pas de problème là où il y en a

---

<sup>54</sup> Voir [www.weforum.org](http://www.weforum.org) et [www.iif.com](http://www.iif.com) en particulier sur les bases théoriques et académiques de leur activité de loobyst, i.e l'abandon apparent de l'idée du marché autorégulateur.

<sup>55</sup> Bruno Lussato. Introduction critique aux théories d'organisation. Page 10. Dunod 1977. 228 pages.

<sup>56</sup> Rappelons que ce que les acteurs de l'exécution (exemple : les traders) appellent prix n'est souvent que la volatilité, i.e ce qu'ils essayent de capturer.

un<sup>57</sup>. En particulier le point central de la confusion en coûts de transaction et coûts de production.

Nous pouvons, pour mieux illustrer notre propos, prendre en exemple l'ouvrage de Benoit Mandelbrot « Fractales, hasard et finance »<sup>58</sup>. Le fondateur visionnaire des objets dits fractales, outils remis au goût du jour et vulgarisés avec la crise de 2008 et les écrits de Nassim Taleb, y propose un modèle général de volatilité de prix. Ce modèle semble avoir définitivement remis en cause les approches gaussiennes traditionnelles de la volatilité. Les ouvrages de Mandelbrot n'évoquent pourtant, à nos yeux, jamais le moindre problème financier, c'est-à-dire de financement (ajustement capacité/besoin). Pour Mandelbrot, la volatilité est l'objet même de la finance<sup>59</sup>. Ceci n'est bien sûr pas une erreur de sa part mais un choix de définition et d'approche : « concevoir...des chroniques de synthèse qui seraient difficiles à distinguer des chroniques historiques des bourses », voici l'objet de la finance. Définition partagée très souvent par les analystes du monde académique. Nous pensons qu'il s'agit plutôt de l'objet des prix. Le lieu d'exécution a donc intellectuellement phagocyté les autres organisations du marché<sup>60</sup>.

Les rares monographies qui décrivent autre chose que l'exécution se cantonnent dans la description du post-marché des marchés officiels actions (soit peu de chose du monde financier). Et apparemment sans chercher à en en décrire en détail la nature et le fonctionnement.

Un exemple récent peut être trouvé dans F.Charbonnier et J.C Rochet<sup>61</sup> qui explorent le modèle Dépositaire Central versus Custodian, hors problématique de la monnaie de règlement (centrale versus commerciale) et du traitement des opérations collectives et fiscalité sur les titres (OST). Il s'agit donc d'une analyse qui porte sur deux maillons d'une chaîne qui en comprend plus de vingt-cinq (banque et dépositaire central). Le papier simplifie et modélise les deux rôles étudiés ne retenant que le rôle de dénouement et de tenue du compte émission ce qui a pour effet d'interdire de comprendre ce que les auteurs appellent « intégration verticale ». Car comment par exemple écarter la fonction de

---

<sup>57</sup> Le mot et la phrase sont de Paul Watzlawick et al dans Changements. Page 66. Points. 1981. 189 pages.

<sup>58</sup> Benoit Mandelbrot 1997. Flammarion Champs sciences. 2009. 246 pages. Ou encore « Une approche fractale des marchés ». Odile Jacob. 2005.

<sup>59</sup> On retrouve la même approche chez Nassim Taleb dans « Le cygne noir », qui se réclame de son héritage

<sup>60</sup> Dans le monde universitaire j'ai pu constater que de nombreux cours de finance de marché décrivent simplement le fonctionnement des carnets d'ordres sur les marchés d'actions après avoir décrit le marché boursier officiel (moins de 1% des volumes financiers réels)

<sup>61</sup> IDEI Toulouse. Vertical integration and regulation in the securities settlement industry. 30 mai 2010. Article extrêmement complexe. En effet, toutes les hypothèses retenues sont concrètement différentes de la réalité observable (ce qui n'en fait pas, bien sûr, de mauvaises hypothèses) : "We assume that there is only one Central Security Deposit (CSD) – sic- where all the net (pas de relivraisons?) orders must be in the end settled. We assume therefore that each custodian have an omnibus account in the CSD (la plus étonnante des hypothèses de travail puisque légalement interdite dans presque tous les pays du G20), for which they pay a fixed fee (aucun CSD ne pratique le fixed fee dans une industrie à cout marginal fortement décroissant)". Les auteurs n'évoquent pas la logique global custody versus local custody qui répond pourtant à leur problématique mais y répond d'une autre façon. Page 4 les auteurs assimilent également « primary market » et services émetteurs, imaginent des custodian banks ne tirant pas de revenu des comptes cash et du FX (page 6) et négligent donc l'accès et le coût du crédit. Evoquent les ICSD mais pas les Common Depositories qui leur permettent de travailler. Oublient que l'activité principale d'un custodian, en coûts et en risques, c'est le traitement des corporate actions et pas du settlement. Ces simplifications méthodologiques du monde réel conduisent cependant à des recommandations politiques concrètes.

Dépositaire Central de celle de Registrar (économiquement identique), de teneur de registre nominatif ou de paying agent ? Ou encore de fournisseur de collatéral ? Comment séparer les natures de services rendus aux investisseurs et aux émetteurs ? Comment différencier un CSD d'un ICSD sans tenir compte des règles de gouvernance et du rapport à la monnaie centrale ? Leur papier, très formalisé, réduit à presque rien la complexité de l'activité de tenue de compte ou de rôle notarial pour en assurer la modélisation après avoir fait le constat de l'absence de littérature. « A Review of the academic literature: Let's start by reviewing two empirical papers, among the very few available on the subject ». (*c'est nous qui soulignons*).

Quelques papiers sur le post marché, aucun sur ses composants globaux<sup>62</sup>. Soit bien peu de choses par rapport à la taille et à l'activité du monde financier réel. Répétons-le: si de nombreux articles évoquent une partie du sujet<sup>63</sup> il semble difficile d'en trouver un qui décrive le sujet dans sa globalité, c'est-à-dire en parcourant l'intégralité de la chaîne d'intermédiation émetteur-investisseur et tenter d'en décrire les interactions.

### *Une vision du marché phagocytée par l'exécution*

En d'autres termes, l'exécution semble être le « marché » pour la majorité du monde académique et, nous insistons car cette vision pilote les réformes en cours, également le monde politique. En particulier pour les visions de Commission Européenne/Marché intérieur. C'est le processus symbolisé dans le schéma ci-dessous. Et il s'agit pour les politiques de rendre plus efficace, plus « frictionless »<sup>64</sup> le marché. Un marché efficace c'est un marché où *seuls* les coûts d'exécution, de clearing (CCP) et de custody tendent vers zéro<sup>65</sup>. Les autres coûts d'intermédiation sont ignorés même s'ils sont dix à vingt fois plus importants (1% contre quelques points de base).

On retrouve cette absence d'intérêt académique et politique pour beaucoup d'autres organisations de la chaîne d'intermédiation. Un questionnaire d'un rapport de l'Assemblée Nationale le rappelle sur un exemple qui nous semble valide, transposable, pour la majorité des maillons de la chaîne : « le fonctionnement des chambres internationales de règlement-livraison... n'a jusqu'à une date récente suscité aucune interrogation ni curiosité particulière »<sup>66</sup>. Mais que dire de SWIFT<sup>67</sup>, de TRAX ou des

---

<sup>62</sup> Voir par exemple la chaire IDEI-FBF-EIF sur la chaîne de valeur des marchés financiers dont les sujets à l'étude ne portent que sur des composants individuels et jamais sur la chaîne globale (à ce jour, fin 2011)

<sup>63</sup> Voir par exemple R.C Merton Design of financial systems. Article déjà cité

<sup>64</sup> Voir par exemple le rapport de l'EGMI (expert group on market infrastructures) d'Octobre 2011 de la Commission Européenne.

<sup>65</sup> Ce qui est concrètement presque le cas sur l'offre de contrepartie centrale appelée « clearing » dont les coûts tendent vers 0,000001% du montant moyen des transactions, et que les experts de la Commission européenne continuent à considérer comme trop élevés alors qu'ils s'inquiètent peu des centaines de points de base perçus à d'autres endroits de la chaîne d'intermédiation.

<sup>66</sup> Rapport d'information 2311 du 22 janvier 2002 de l'Assemblée Nationale sur le blanchiment de capitaux présidé par V.Peillon. Vol 5. Le Grand Duché du Luxembourg. Il est surprenant de penser que ce sont des questions politiques et non pas financières ou économiques qui mettront pour la première fois les ICSD en avant de la scène.

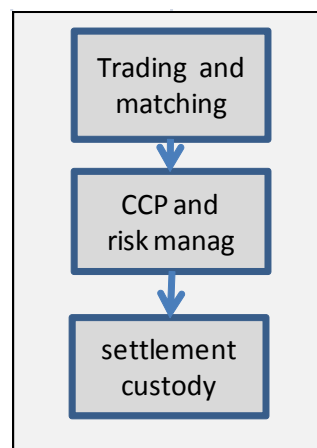
<sup>67</sup> On trouvera en annexe 3 le traitement de l'apparition fortuite (au sens de Mendelbrot-Taleb) de Swift dans le paysage politique européen

FIS<sup>68</sup> dont le rôle dans le fonctionnement des marchés est aussi incontournable qu'académiquement discret. Toute l'infrastructure financière physique européenne repose sur le réseau SWIFT et l'usage de ses standards. Bel exemple de quasi-monopole à la gouvernance complexe et politiquement incontrôlée. Mais le sujet de sa gouvernance et du risque opérationnel systémique n'a pour l'instant vraiment inquiété aucun élu et attiré peu de chercheur<sup>69</sup>. Cela peut sembler curieux. C'est peut-être le même phénomène de refus de l'analyse concrète globale de la réalité financière qui explique la cécité du régulateur et de l'industrie quant au rôle effectif du shadow banking jusqu'à et pendant la crise de 2008<sup>70</sup>.

### **Approche horizontale et approche verticale des marchés financiers**

Un point initial de méthode sera donc de qualifier les deux approches des marchés de verticale ou d'horizontale. Le schéma suivant résume l'approche traditionnelle ou verticale évoquée ci-dessus. Le focus se porte massivement sur l'exécution, le transfert de propriété et le dévoilement des prix. Nous sommes proches de la définition retenue par B.Mandelbrot. C'est ce que nous appelons « les pommes du marché ». En fait: une simple description d'une transaction, c'est-à-dire in fine des enregistrements dans des comptes ou des positions (si une différence existe). C'est l'objet d'étude central des spécialistes de la micro-structure de marché et du market design de l'organisation industrielle. Il est à noter que pour cette vision les prix ne sont pas dévoilés sur le marché, au sens de trading venue, mais fabriqués sur le marché.

*L'approche verticale : elle reste la vision dominante dans les mondes académique et industriel.*



**Figure 2 L'approche verticale orientée exécution. Source PL.**

---

<sup>68</sup> Financial Information Services ou Data Vendors (ex : Bloomberg, Telekurs, Datastream). Une erreur d'annonce chez un de ces fournisseurs peut provoquer des effets planétaires.

<sup>69</sup> En fait nous n'en avons trouvé aucun dans notre revue de littérature et dans les quatre universités que nous fréquentons.

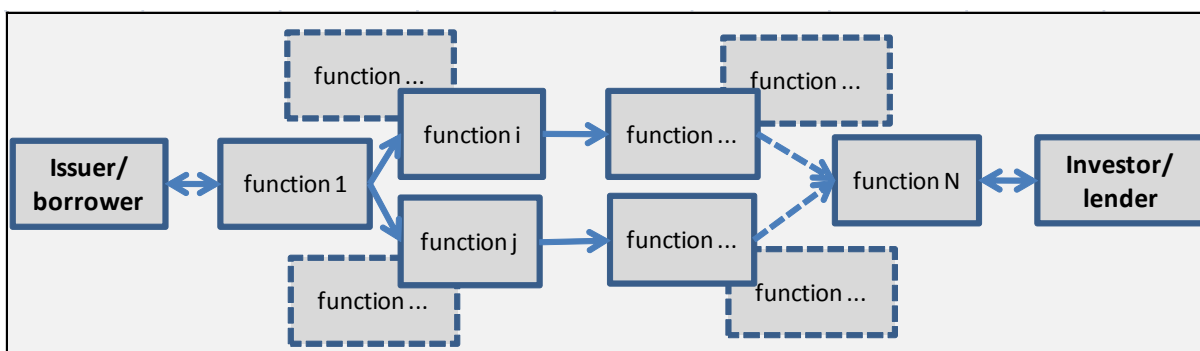
<sup>70</sup> Voir Institute of International Finance. Rapport sur le « Shadow Banking ». 2012. 86 pages. Pendant que les banques centrales définissaient leur politique monétaire, les gérants de Money Market Funds fabriquaient le marché. Sur [www.iif.com](http://www.iif.com)

La deuxième approche est l'approche institutionnelle ou horizontale.

C'est ce que nous appelons « le marché des pommes » : l'état de désirabilité d'un produit qui va permettre à un ensemble d'acteurs de mettre le producteur en relation avec le consommateur. Entre la pomme produite et son consommateur il y a tout un système social de production-circulation de cette marchandise. Appliqué à notre sujet il s'agit du système de production d'actifs financiers qui dans son essence, mais pas dans sa forme, ne doit pas être différent de celui des actifs physiques. Nous utiliserons pour le nommer le sigle FAPS (financial asset production system).

Ainsi, nous proposons de voir le marché dans l'interaction de ses composants sociaux et techniques et leur contribution à la fonction principale : le financement permis et produit par la création de la confiance (ou la baisse de l'incertitude, ce qui revient au même), un des thèmes majeurs des approches de D.North et de l'école institutionnaliste. Ce que nous pouvons résumer par le schéma suivant.

*La longue chaîne d'intermédiation ou FAPS. Articulation en mouvement d'institutions et d'organisations.*



**Figure 3 L'approche horizontale orientée production. Source P.Lichterowicz.**

Ce schéma<sup>71</sup> nous semble à ce jour peu exploré au niveau académique (hypothèse que nous tentons de corroborer depuis plusieurs - et sans doute trop nombreuses- années) et ignoré au niveau politique (marché intérieur de l'Union). Ce constat de carence met en exergue une ancienne demande et recommandation de R.Coase : « what we need is more empirical work »<sup>72</sup>, c'est-à-dire de travaux descriptifs de la réalité globale institutionnelle et organisationnelle peu décrite et si peu documentée pour le monde des marchés.

Comment s'assemblent les composants du marché pour créer la confiance ? C'est ce que nous tenterons de décrire brièvement dans notre première partie en espérant ne pas trop sombrer dans une illusion positiviste. Notre approche a tenté de retenir quelques principes de l'analyse systémique moderne : passer du « de quoi c'est fait ? » à la question « qu'est-

<sup>71</sup> Il peut être présenté sous forme matricielle avec un lien (0-1) client (colonne)-fournisseur (ligne) pour mieux visualiser les spécificités nationales et permettre des calculs de « distances » nationales.

<sup>72</sup> Discours du Nobel 9 Décembre 1991 sur [www.nobel.org](http://www.nobel.org)

ce que ça fait? » et donc d'une modélisation analytico-organique à une modélisation systémo-fonctionnelle»<sup>73</sup>. Ce que fait le système de production d'actifs financiers c'est bien faire interagir des fonctions complexes supportées par des organisations en constante évolution. Cette évolution étant l'histoire du système de production d'actifs. Car bien sûr, comme tout système social, ce dernier est instable et évolue avec le temps.

### ***Les sources utilisées.***

1. ***Les sources théoriques*** dans l'économie académique : notre réflexion est grandement nourrie de l'approche de la nouvelle économie institutionnelle<sup>74</sup> (Coase, North, Williamson) contemporaine mais a bien sûr aussi pioché dans les travaux plus anciens (Schmoller, Tarde... et aussi Marx qui reste une de nos références méthodologiques<sup>75</sup> professionnelles). Nous n'avons pas utilisé, en dépit de leur immense intérêt pratique<sup>76</sup> et de leur apport fondamental à la compréhension de certains mécanismes de choix et de formation de prix, les découvertes des chercheurs en «finance comportementale » (behavioral finance). Nous ne recherchons pas de biais cognitif universel mais seulement des biais culturels (donc régionaux, historiques, spécifiques et non-universels) avec lesquels ils ne doivent pas être mélangés (comportements de groupes spécifiques versus comportement humain général de par exemple la prospect theory).
2. ***Les sources théoriques dans les autres sciences sociales***: notre approche va beaucoup utiliser quelques résultats fortement corroborés des écoles de management inter-culturel, en particulier des matrices de Geert Hofstede. Nous avons aussi utilisé les travaux de plusieurs anthropologues (E.Hall, M.Godelier), des textes fondateurs en sociologie (Di Maggio, Durkheim, Mauss, Weber, Bourdieu) et en histoire (F.Braudel<sup>77</sup>,G.Duby, J.Huizinga, R.De Roover) ou plus récents (M.Abolafia, M.Callon). C'est l'histoire qui aujourd'hui nous semble contribuer le plus à expliquer « l'état du monde » et son état de complexification apparente
3. ***Les sources techniques***. Les dossiers techniques et de recherche des organisations suivantes ont été analysés.
  - de la BIS (en particulier du CPSS et du BCBS),
  - du IMF
  - de l'ECB

---

<sup>73</sup> La théorie du système général. Jean Louis Moigne page 20. Collection Les classiques du réseau intelligence de la complexité. Edition 2006. 360 pages.

<sup>74</sup> En particulier de D.North à qui nous empruntons la distinction, majeure pour notre travail, entre règles formelles (e.g légales, procédurales) et informelles (culturelles de longue période) , « formal rules may change overnight , but informal constraints do not...result of deep-seated cultural inheritance. » Dec 1994 Institutional change : a framework of analysis. NBER. Ce qui pose le problème de la disparition potentielle des règles informelles par la standardisation globale.

<sup>75</sup> Suivant en cela les recommandations de Claude Levi Strauss « je m'applique rarement à débrouiller un problème...sans avoir au préalable vivifié ma réflexion par quelques pages du 18 Brumaire ou de la Critique de l'économie politique ». Tristes tropiques page 60. Terre humaine 2009.

<sup>76</sup> Les travaux en behavioral finance sont aujourd'hui utilisés au quotidien par des sociétés de conseils (par exemple Mc Kinsey, un des trois leaders mondiaux du conseil en stratégie )

<sup>77</sup> Rappelons ici que les thèses civilisationnelles très discutées de Samuel Huntington ont pour source et vocabulaire la « grammaire des civilisations » de Fernand Braudel (Les chocs violents des civilisations...p79 Edition Champs Flammarion).

- de la Banque Mondiale et OECD (pour ces 2 organisations uniquement pour les aspects à fortes composantes culturelles : éducation et développement, financial literacy, des études de gender analysis et leur revue régulière des systèmes de pension)
  - des régulateurs privés (ISDA, ICMA) et associations professionnelles (WFE),
  - des normalisateurs fournisseurs de règles (ICC, IFRS, HCCH, ISO-SWIFT, FIX, FpML, GIPS et ICC)
4. **Les sources empiriques.** Nous savons bien que « pour se livrer à l’observation l’esprit a besoin d’une théorie quelconque » (A.Comte). Aussi nous n’utiliserons pas nos expériences professionnelles comme source de connaissances mais comme source de données et d’interrogations. Plus de trente ans de pratiques personnelles, et d’enseignement, de la finance opérationnelle dans dix pays différents vont donc servir à partiellement corroborer quelques hypothèses de plusieurs référentiels théoriques. Rappelons que par finance opérationnelle nous entendons celle du monde des opérations c'est-à-dire des mouvements de comptes et de bilan, résultat matériel de mise en œuvre de stratégies financières. Celle de la réalité matérielle des actifs. Et donc des nombreuses questions et sujets restés sans réponse durant ces décennies de travail, en particulier ceux liés à la culturalité des pratiques financières. Avec toujours le même fil directeur : comment la culture nationale, dans ce contexte d’explosion du nombre d’états-nations, favorise ou nuit-elle à la croissance de la production et/ou des échanges? Ceci pourrait, devrait, m’autoriser à emprunter le statut de « participant observer » comme dans la démarche initiée il y a presque un siècle dans les travaux de F.Boas ou B.Malinowski<sup>78</sup> ou de la « recherche action » chez ses successeurs en Economics ou en sciences de gestion. Si mes projets n’ont pas toujours donné lieu à un protocole d’observation très rigoureux ils ont par contre toujours donné lieu à écrits et souvent à restitution académiques. Et le « filet » culturel a toujours guidé ma méthode de travail<sup>79</sup> suivant ainsi les recommandations pratiques courantes des patrons de l’industrie « Get out and interact with a culture. Get to know the people. Learn the country basic history <sup>80</sup> ». Précisons ce point.

L’origine, au sens du questionnement, de notre problématique se trouve donc dans ces sources empiriques que sont nos expériences professionnelles documentées. Par les questions qu’elles n’ont cessé de nous poser. Bien sûr ces sources ne sont pas origine de connaissances, répétons-le, mais simplement de savoir-faire technique. Pratiquer un sujet n’est pas le connaître<sup>81</sup>. Et nous nous souvenons bien des leçons de H.Poincaré : « on fait

---

<sup>78</sup> Et ses successeurs dans le monde de l’Economics. Voir F.Tannery. Séminaire Action Research D2. Lyon 3. Mars 2010.

<sup>79</sup> Exemple : j’ai démarré un projet de délocalisation d’une entité de production bancaire au Portugal par l’apprentissage de l’histoire et des institutions politiques de ce pays à travers ses manuels scolaires (véhicule officiel de transmission des valeurs nationales) en croisant ces lectures avec les matrices de Hofstede. L’indice de féminité (capacité de dialogue et non pas domination comme technique de coordination), et ses conversions possibles en pratique de gestion (consensus et direction) qui m’intéressaient comme patron de site, semblent pouvoir se lire directement dans l’histoire du Portugal.

<sup>80</sup> W.R.Rhodes Banker to the world. (préface de Paul Volker) page 174. Mc Graw Hill. 2011. 253 pages.

<sup>81</sup> G.Bachelard dans La formation de l’esprit scientifique : « En désignant les objets par leur utilité elle (l’opinion) interdit de les connaître ». Or, le professionnel, l’homme de terrain ne voit, ne veut voir, que les fonctions. Celles qu’il active dans ses missions d’entreprise.

de la science avec des faits comme on fait une maison avec des pierres ; mais une accumulation de faits n'est pas plus une science qu'un tas de pierres n'est une maison »<sup>82</sup>. Même si notre objectif est principalement, et modestement, de réunir simplement et d'attester de l'existence d'un petit tas de pierres.

Nous utiliserons ces expériences comme sources de questionnements et de motivations pour déborder le cadre professionnel et rattacher des tentatives d'explication à des référentiels académiques. Nous ne ferons donc jamais référence à ces sources personnelles pour éclairer théoriquement une question sous revue mais uniquement pour valider le fait que la question se pose<sup>83</sup>. Et les questions concrètes qui se posent sont bien liées à des réalités nationales. L'homme de marché aujourd'hui ne peut négliger le contexte national alors que la nation n'est pas au cœur de la théorie dominante. Et quand elle s'y trouve elle n'existe que par ses barrières douanières ou ses avantages comparatifs. Karl Polanyi n'a apparemment pas beaucoup convaincu quant au rôle de l'état nation dans l'économie nationale (chapitre 5 de « La grande transformation » : « L'évolution du modèle de marché »).

La nation de Renan n'est pas qu'objet d'étude de l'historien, du géographe ou du politologue. Comment négliger dans tout paradigme économique le fait national quand :

1. les hommes de ma génération ont vécu (et parfois participé à) la plus formidable explosion d'états nations de tous les temps. Le nombre total d'états indépendants est en effet passé de 72 en 1946 à 194 en 2011 (+ 270%). La globalisation peut donc être vue comme des nations en explosion se posant sur des circuits marchands pré-existants, et non pas comme des flux domestiques décidant de traverser les frontières comme le prétend la vision classique de l'International business. En clair : objectivement ce ne sont pas les flux qui ont traversé les frontières<sup>84</sup> mais les frontières qui ont traversé et entravé les flux (ceci semble être un fait, pas une analyse, si l'Ecosse devient un état, ou si la Belgique se sépare, le commerce international –entre nations- va mécaniquement s'accroître). Ce qui s'applique sans doute aux flux financiers.
2. une des caractéristiques principales, et négligée du main stream, d'un actif financier est sa domiciliation, en d'autres termes sa nationalité. Et ce n'est d'ailleurs pas par hasard que c'est par le code pays que débute le numéro international d'immatriculation d'une émission. Un actif financier a aussi une nationalité : une réalité dont les effets ne sont jamais négligés par les investisseurs (home bias, fiscalité, confiance, vision long terme). Comme si l'émetteur national bénéficiait du crédit de sa nation.

Il est vrai que l'on pourrait multiplier les cas d'absences et de « terribles simplifications » dans le paradigme dominant. Et par exemple faire la même remarque (absence) de la démographie dont les analyses dominent pourtant toutes les projections économiques des responsables de fonds de pension (la démographie pilote les stratégies des fonds de pension qui pilotent l'activité de marché. Les gérants tentent tous une réponse à l'asset meltdown theory qui est une approche démographique de la finance). En 2011 les taux de

---

<sup>82</sup> La science et l'hypothèse p 75 sur [www.ucaq.ca](http://www.ucaq.ca)

<sup>83</sup> Etre sûr de répondre aux questions qui se posent plutôt qu'aux questions que l'on se pose selon le mot de H.Poincaré.

<sup>84</sup> Approche traditionnelle des écoles de l'international business



croissance des PIB domestiques continuent pourtant à être publiés sans être « déflaté » du taux de croissance de la population nationale active et totale. Ceci provoque pour certaines régions une incohérence importante entre réalité économique et indicateurs de croissance (Afrique noire versus CEEC<sup>85</sup>). Comparer la croissance des PIB de pays en régression démographique avec ceux en explosion démographique semble un exercice méthodologiquement discutable. Ce point déjà souligné par Paul Krugman pour l'Asie<sup>86</sup>, ou par exemple le doublement de la population active sur Singapour était analytiquement négligé. Il est exact que si le fait national est négligeable, alors la population de ces nations doit l'être aussi. Et que dire du comportement des investisseurs face à l'épargne dans ces mêmes pays ? Pourtant on ne compte plus les papiers techniques sur « savings and aging in national context »<sup>87</sup> ? Le fait national est toujours au milieu du chemin de la réflexion.

Son incroyable succès récent fait de l'état-nation la réalité concrète d'étude et le champ d'action de tout responsable de business international. Travailler hors contexte national est, pour l'homme de terrain, un non-sens, une forme de schizophrénie professionnelle. Imagine-t-on un constructeur automobile ignorer la réalité institutionnelle, géographique et sociale d'un pays pour imaginer sa gamme ? Cet exemple s'impose aussi pour les produits du marché financier. Pas seulement au niveau fiscal ou juridique mais par rapport à l'ensemble des pratiques des marchés nationaux. La nation et sa culture sont au cœur des stratégies d'entreprise<sup>88</sup>. Peut-on travailler efficacement aux USA en ignorant complètement les usages du politiquement correct, en Afrique l'existence des ethnies ou en Inde l'existence des castes ? Même les US Peace Corp, corps de volontaires américains pour le développement, sont désormais obligés de lire un manuel de pratiques interculturelles avant leur départ pour l'étranger<sup>89</sup>. Manuel qui utilise d'ailleurs les découvertes des grands noms de l'anthropologie et du management interculturel : Hall, Hofstede...etc.

D.North nous le rappelle: « Economics is a theory of choices- so far so good. But the discipline neglects to explore the context within which choice occurs. »<sup>90</sup>. Un des très nombreux éléments de contexte à prendre en compte peut être la nation car il semble compliqué de nier l'existence de réalités institutionnelles nationales. C'est celui que nous avons choisi comme référence pour notre deuxième partie<sup>91</sup>. Ne serait-ce que parce ce que le nombre d'états récemment créés sur une base culturelle/linguistique, comme déjà évoqué, a presque triplé depuis 1945 ! C'est une simple observation quantitative : la mondialisation (si ce terme a un sens précis, ce que nous ignorons) n'a pas détruit les nations mais les a réveillées. C'est ce que nous avons vécu de manière très intime au cours des cinquante dernières années.

---

<sup>85</sup> Central and Eastern European Countries, tous en régression démographique majeure alors que, par exemple, la population du Niger va de nouveau tripler jusqu'en 2050 (ceteris paribus).

<sup>86</sup> Paul Krugman The myth of Asia's miracle. 1994. Foreign Affairs. Vol 73. 17 pages.

<sup>87</sup> En particulier dans les périodiques Finance et Développement (IMF) et IPE (Investment and Pension in Europe)

<sup>88</sup> C'est l'objet des praticiens du management interculturel et des différentes écoles qui s'y rattachent

<sup>89</sup> Intercultural manual. Peace Corps. Culture matters. Cross cultural workbook. 1997. 258 pages. Les recommandations pratiques (professionnelles) de ce manuel semblent applicables à l'industrie financière.

<sup>90</sup> D.C North. Economic change. P 11. 2005

<sup>91</sup> D'autres grilles de lecture que la grille nationale aurait été possible, en particulier le gender analysis qui se répand en salle de marché (testostérone et prise inconsidérée de risque auraient, par exemple, un lien)

Trente-cinq ans d'expériences professionnelles confrontés au phénomène national ont toujours et partout été accompagnés par deux interrogations principales:

- comment la culture nationale (si ce concept pointe sur une réalité, ce qui nous semble aujourd'hui qu'une hypothèse de travail, mais assez réaliste), ou d'un groupe national dominant (ex WASP aux USA, Bamiléké au Cameroun, Tutsis au Burundi, Wallons du début du XX siècle), influence-t-elle la performance et les systèmes de production? Dans tous les pays où les langues vernaculaires et véhiculaires sont concurrencées par la langue du(s) colonisateur(s)<sup>92</sup> (c'est-à-dire les pays où se construit difficilement une nation) cette question n'est pas qu'académique, elle est une réalité quotidienne qu'il faut gérer.
- comment la standardisation <sup>93</sup>globale des produits et processus de production affecte-t-elle nos manières de faire ?

Des projets ou expériences professionnels dans plusieurs pays (voir annexe 2) ont participé à la collecte des faits, le « tas de pierres » de H.Poincaré, que nous allons tenter de voir au travers d'une grille de lecture institutionnelle. Tous ces projets ont donné lieu à des restitutions pédagogiques dans le cadre d'activités de formation en entreprises, en administrations ou à l'université.

Cette liste (voir annexe 2) n'est pas un résumé de curriculum vitae mais la description de nos sources empiriques et utilisées comme l'application de la méthode de l'observation participante. Car nous avons par chance toujours réalisé, répétons-le, une restitution pédagogique de ces expériences. C'est sur ces pratiques concrètes que j'ai acquis la conviction (rien d'autre qu'une opinion mais fortement corroborée par des expériences multiples) qu'un actif financier se produit comme une pomme, un pain ou une voiture. Par une action de production, utilisant des outils, des organisations, des savoir-faire, du travail et des règles du jeu. Dans toute organisation financière il y a d'ailleurs un secteur « opérations », c'est-à-dire celui qui produit. L'appellation est d'ailleurs indifféremment « opérations » ou « production ». Pour l'analyse des conditions de production, du FAPS, les problèmes d'équilibre, de prix et d'échange ne sont que secondaires car, belle lapalissade, pour échanger un bien il faut qu'il soit produit, ou à produire. Et il y a bien un système global de production d'actif, i.e de fabrication de la confiance. Celui qui conduit à des modifications d'au moins deux bilans. Jamais, nulle-part, une description pertinente et opérationnelle de ce système ne nous a été proposée. Ce qui m'a souvent paru être un simple déni de réalité, une « terrible simplification » (Paul Watzlawick déjà cité).

Partout et toujours nous avons pu constater cette troublante assimilation des analystes du marché financier entre coûts de transactions et coûts de production. Qui conduit par exemple l'Union Européenne à vouloir mettre en place un marché « sans friction », mais en n'évoquant à aucun moment les coûts de production (puisqu'ils n'existent pas) et leur nécessaire maîtrise. Pourtant on délocalise la production financière en Inde, ou au Maroc,

---

<sup>92</sup> Exemple du Cameroun, Ruanda-Urundi, Tanganyka

<sup>93</sup> Il y a presque 50 ans déjà, étant enfant, j'avais été très marqué par la description des méthodes et des produits de l'entreprise BATA, un des premiers champions de la tentative de standardisation industrielle universelle

exactement selon les mêmes principes et méthodes qu'une chaîne d'assemblage. Alors qu'intuitivement, ainsi que dans les constatations matérielles faites au cours de ces projets, une délocalisation lointaine augmente mécaniquement les frictions (coûts de transaction) et réduit les coûts de production (sinon le projet ne se fait pas)

***Cette confusion entre réduction des frictions (TCT, transaction cost theory) et réduction des coûts de production*** nous semble à l'origine, par exemple, de l'échec complet et reconnu des plans d'amélioration dit Giovaninni. Comme l'objet n'est ni compris ni défini (le système de production d'actifs souvent obsolète et parfois peu productif) les actions sur l'objet ne peuvent être qu'inefficaces ou contre-productive. En d'autres termes au lieu de s'attacher au manque de performance du moteur (productivité physique) on ne va s'attacher qu'à l'amélioration du coefficient de pénétration dans l'air du véhicule, alors que bien sûr les deux facteurs se combinent pour une plus grande efficacité.

De toutes ces expériences, répétons-le source de questionnements et de données brutes et non pas de connaissances, deux points supplémentaires nous semblent être importants:

1. l'absence de vision globale des acteurs, en termes d'institutions et d'organisation, du fonctionnement du marché financier. En effet le fonctionnement en silos étanches des organisations de marché est la règle, allant parfois jusqu'à la caricature<sup>94</sup>. C'est donc l'utilisation d'une métaphore pour parler d'un mécanisme complexe de production qui aujourd'hui domine le vocabulaire de l'industrie et académique<sup>95</sup>.
2. l'absence de prise en compte des réalités historiques et culturelles nationales dans l'explication des situations actuelles. Et ce, même si des paradigmes économiques entiers ont été basés sur le rôle de l'histoire dans l'explication des mécanismes économiques (cf Schmoller et l'école historique allemande, mais tout récemment Rogoff – ancien chef économiste du IMF et donc sensible aux réalités pratiques - et Reinhart dans « This time is different »)

Or il apparaît aujourd'hui comme fort probable qu'au-delà de la métaphore (le marché) la longue chaîne d'intermédiation entre investisseur et émetteur est bien un système. C'est-à-dire un ensemble complexe d'éléments en interaction dynamique « englué » dans un contexte national (la nation) qui le perturbe et le modère. **Et que cette chaîne n'est pas une « friction » mais le moyen de générer le crédit, la confiance.** C'est en tout cas ce que vivent les acteurs concrets du système.

En d'autres termes il semble que la vision métaphorique du marché ait conduit à une forme de négation. Il y aurait des acteurs « purs », l'investisseur, l'émetteur et le marché, qui seraient empêchés dans leurs échanges à cause de l'inefficacité des autres éléments frictionnels de marché. L'union européenne en a même fait un point de politique à long terme de son marché intérieur<sup>96</sup> : bâtir un friction-less market. Un peu comme vouloir

---

<sup>94</sup>Voir le rapport de la BIS, déjà cité, sur l'absence de compréhension du rôle et de la nature des véhicules responsables de la crise de 2007. J'ai, autre exemple, rencontré des responsables de marchés officiels qui n'avaient aucune idée du fonctionnement des outils de matching de taux dans le monde OTC (TRAX-ISMA, aujourd'hui Euroclear) ou du fonctionnement d'un Transfer Agent.

<sup>95</sup> Exemple : je n'ai jamais trouvé de description de TRAX dans un cours de finance de marché qui va par contre s'étendre à l'envi sur le fonctionnement du carnet du NYSE-EN ou du LSE. Toujours ce monopole intellectuel du dévoilement du prix.

<sup>96</sup> Conférence du 24 Oct 2011. Bruxelles. Commission Européenne.

s'échanger des pommes, sans ramasseurs, sans route et sans camion « de friction » pour les transporter. D'autant plus étonnant dans un monde où des services complexes et risqués sont aujourd'hui rendus à 1 cent (EUR 0,01) l'opération comptable<sup>97</sup> sécurisée (i.e. correctement collatéralisée). Peut-on imaginer système plus efficace ?

Ce qui se comprend facilement pour les pommes, le marché est un ensemble de conditions sociales (désirabilité, technologies et légalité du produit), matérielles, d'organisation et de règles liant des acteurs interconnectés, se comprend moins bien semble-t-il pour le marché des actifs financiers.

Mais cette approche sans réalité organisationnelle valide surtout les constructions frictionless du main stream et les rend crédibles puisque les acteurs financiers ne sont pas des producteurs mais des frictions qui devront disparaître. C'est un point que nous prenons comme donné: le frictionless market possède un support académique qui s'est généralisé dans le monde politique.

La confusion entre « pommes du marché » (une transaction) et « marché des pommes » (un marché, une relation globale) reste vigoureuse et nous la retrouvons souvent.

### *Un exemple illustratif de la démarche tiré des mondes académique et réel.*

Essayons d'illustrer notre proposition de méthode de travail, que nous pensons institutionnaliste car focalisée sur l'analyse concrète des organisations et de leurs règles du jeu, par un exemple comparatif tiré d'un rapport annuel de l'IMF et d'une analyse de Nouriel Roubini. Nous ne retenons ici que l'approche et la vision, la manière d'identifier les questions qui se posent, pas les résultats.

#### *La crise de 2007, le main stream et l'approche orthodoxe des économistes du IMF.*

Voici ce qu'écrivaient en avril 2006 les économistes du IMF dans leur rapport biennuel sur la stabilité financière dans le monde (GFSR). Encore une fois il ne s'agit pas de qualifier une certaine cécité ou un manque de prédictibilité mais de décrire une méthode, une approche de la réalité financière. En fait, celle du main stream.

“There is growing recognition that the dispersion of credit risk by banks to a broader and more diverse group of investors, rather than warehousing such risk on their balance sheets, has helped make the banking and overall financial system more resilient. The improved resilience may be seen in fewer bank failures and more consistent credit provision. Consequently the commercial banks may be less vulnerable today to credit or economic shocks.” Indépendamment de toute réalité institutionnelle et organisationnelle, la dilution mondiale d'un certain risque rend les banques plus fortes et moins vulnérables aux chocs. Nous sommes bien ici au niveau des principes d'observation, en plein état métaphysique cher à Auguste Comte. La réalité importe peu, seul le principe de la dilution bilancielle et les capacités de calcul qu'elle permet sous-tendent le raisonnement. On voit bien qu'une sorte d'équilibre homéostatique du déversement des actifs bancaires dans le reste du monde peut conduire à un calcul d'équilibre modélisable. Ceteris paribus si le risque est

---

<sup>97</sup> Soit sur les marchés officiels actions du G7 un coût inférieur à 1/2.000.000 de la transaction, donc inférieur à 1% de la volatilité quotidienne du titre négocié. Il est peu probable qu'investisseur « buy and hold » puisse voir un frein à la mobilité des capitaux, comme le fait la Commission Européenne.

dispersé sur plus d'acteurs alors le système global devrait être plus résistant. Le « où », le « comment » et le « combien » sont négligeables dans cette approche. En d'autres termes, la réalité des institutions importe peu, en particulier les véhicules qui la matérialisent par exemple les SPE (special purpose entity). Dont acte.

*Une approche institutionnelle de la même question.*

Sur exactement la même question, devant le même public (IMF) et le même objet (le bilan des banques, la dilution du risque et la titrisation), Nouriel Roubini quelques mois plus tard porte le regard suivant, un regard d'institutionnaliste :

« So we have created essentially in part a little bit of a monster. Of course we all know the benefits of financial globalization and securitization and all those things, I am not saying that I am against them. But you've created a financial system in which if you take out mortgages, the mortgage originator does not care: he or she maximizes volume and gets higher income. Then the bank originates the stuff and packages it in MBSs and then they get the fee and they shove it to the investment banks. And the investment banks tranch it in all the different tranches of CDO and then shove it to their final investors and the rating agencies give their blessings. You would think that the final investor is the one who has to provide the market discipline **but after four stages you do not even know what it is, and after CDOs you have CDOs of CDOs, and CDOs of CDOs of CDOs** (Laughters) »<sup>98</sup>

Il n'y a ici pas de théorie. Mais la simple description de la réalité empirique et de processus pratiques. Cela nous semble bien plus prédictif et efficace que toutes les analyses partielles et approches axiomatiques.

Que N.Roubini ait eu raison ou tort importe peu ici. Ce qui est important pour nous c'est de voir que l'observation de la réalité institutionnelle concrète peut apporter facilement des résultats totalement inverses de ceux que le paradigme du main stream peuvent apporter. Dans l'exemple, soit voir un mécanisme d'amélioration de l'équilibre soit voir la création d'un monstre incontrôlable et générateur de perte de confiance, donc de crise. Mankiw dans un article sans doute un peu provocateur<sup>99</sup> de mai 2006 le rappelle : il y a deux types d'économiste, les ingénieurs et les scientifiques. Ceux qui désirent travailler sur la réalité concrète et tenter de la modifier, et ceux qui désirent plutôt en identifier les lois. Ceux qui débusquent des « monstres » porteurs de risques et ceux qui recherchent des principes généraux d'une réalité abstraite souvent basée sur les bienfaits supposés du marché auto-régulateur.

On voit bien que dans l'exemple de cette vision de N.Roubini les principes comptent peu face à la réalité institutionnelle et organisationnelle de la dilution des bilans bancaires. En regardant l'organisation concrète du processus de production et non pas des principes abstraits d'équilibre, son opacité et ses risques sautent pourtant aux yeux même du néophyte. Ce que l'approche théorique du main stream ne peut voir par construction : sur trois hypothèses fausses on ne peut prédire une réalité. Car bien sûr les « CDO de CDO de

---

<sup>98</sup> Nouriel Roubini, Stern School of Business, New York University « Transcript of IMF Seminar: The Risk of a U.S. Hard Landing and Implications for the Global Economy and Financial Markets » Sept 13, 2007 sur [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>99</sup> N.G Mankiw The Macroeconomist as scientist and engineer. Harvard University. May 2006.

CDO » diffusés sur de nombreux domiciles doivent conduire à la suspension des souscriptions-rachats de trois fonds BNP Paribas le 9 août 2007, date de démarrage de la dernière crise du crédit en Europe !

Il est raisonnablement possible que ce soit simplement l'absence des SPE<sup>100</sup> dans le paradigme dominant qui ait conduit à l'absence de prévision et de compréhension de la crise. Et donc l'absence paradigmatique d'une réalité institutionnelle majeure pour la finance moderne : de nouveaux bilans dans le paysage de l'intermédiation. Des auteurs de la BIS le pensent, et même l'écrivent « The current market crisis that began in mid-2007, however, essentially « stress tested » these vehicles (SPE). As a result, serious deficiencies in the understanding and risk management of these SPEs were identified. (est-il possible d'être plus clair ? Add PL) While recent market events have resulted in a dramatic reduction in issuance of securities using SPEs ».

D'autres auteurs avaient déjà souligné que l'opacité engendrée par la combinaison des véhicules et des domiciles, l'allongement de la chaîne d'intermédiation, mettait le marché en risque de crédit (de confiance). C'est le cas de l'analyse faite par Michel Boutillier en 2007 sur l'évolution de l'intermédiation: « however, if internal and external risk transfer processes increase the efficiency of financial systems through a better allocation of risk between financial intermediaries, they also induce a global opacity of financial systems... (that) could lead to a sudden loss in market confidence.<sup>101,</sup>»

En réalité, répétons-le, ces véhicules et leur domicile n'étaient pas dans les paradigmes dominants simplement parce qu'un actif financier dans l'approche dominante ne se produit pas, il « frictionne », il n'a pas de domicile (nationalité), il n'a qu'un prix, il est culturellement neutre car incarnation d'une rationalité pure. En s'interrogeant sur la production physique, les anomalies de production (excroissance, surcoûts, disfonctionnements, risques opérationnels...etc.), et non pas de frictions, se découvrent plus facilement<sup>102</sup>.

Quelle est donc cette réalité institutionnelle pour le mécanisme de création et d'échange des actifs financiers ? C'est ce que nous allons essayer de décrire maintenant en tentant d'échapper au phagocytage de l'exécution, et donc à l'opacité de l'écran des prix.

---

<sup>100</sup> Voir BIS-BCBS report on Special Purpose Entities. Sept 2009. 115 pages sur [www.bis.org](http://www.bis.org)

<sup>101</sup> Boutillier, Lévy, Oheix : Financial intermediation in developed countries : heterogeneity, lengthening, and risk transfer, page 30. Economix document de travail 2007-22. 36 pages. Une analyse assez proche, dans les termes, de celle de Nouriel Roubini.

<sup>102</sup> Il faut se souvenir qu'en répartissant ces véhicules sur plusieurs domiciles (les « CDO de CDO de CDO » in fine détenus en partie par des SICAV de droits français ou luxembourgeois) on ajoute une opacité nécessairement destructrice de crédit.

## **2 - Le crédit ou la fabrication de la confiance par les composants de marché. Le marché comme système de production et de circulation d'actifs.**

### ***21 - Investisseurs et émetteurs: la dualité structurante d'un two sided market global.***

Le comité de direction du plus grand fonds souverain d'investissement du monde (ADIA<sup>103</sup>) ou celui de du fonds de pension Scottish Widows utilisent pour prêter leurs fonds le même système de production que les états ou les entreprises pour emprunter ces fonds. Le partage nécessaire des moyens de production qui permettent les inscriptions symétriques (actif/passif) aux bilans des agents à capacité et à besoin de financement peut sembler un truisme. Il doit cependant rester une préoccupation analytique: pour qu'un actif pointe sur un passif il faut que la même lingua franca soit utilisée par l'ensemble des opérateurs du système. Cette évidence n'est pas toujours partagée<sup>104</sup> : si la Commission Européenne s'est par exemple beaucoup intéressée aux coûts du post marché pour les investisseurs, elle n'a curieusement pas dit grand-chose sur tous les autres coûts ainsi que sur les coûts supportés par les émetteurs<sup>105</sup>. Or le système de production d'actifs financiers peut être plus ou moins « issuer driven » ou « investor driven » selon l'histoire des nations (domination de l'offre ou domination de la demande nationale de capitaux<sup>106</sup>). Quand les USA ont un taux d'épargne domestique proche de zéro, il faut bien mécaniquement capturer de l'épargne non-domestique et mettre en place les organisations permettant cette capture. Mais l'évidence demeure : sans investisseur pas d'émetteur, sans émetteur pas d'investisseur. Cette dualité est structurante jusqu'au sein des entreprises de marché et des services qu'elles vendent (services aux émetteurs, services aux investisseurs).

Cette dualité du système de production est globalisée depuis des siècles, au sens où le pays de l'investisseur n'est pas toujours celui de l'émetteur. Bien avant la fin du XIXème siècle

---

<sup>103</sup> Abou Dhabi Investment Authority voir [www.adia.ae](http://www.adia.ae)

<sup>104</sup> Voir par exemple F.Charbonnier et JC.Rochet « Vertical integration and regulation in the securities settlement industry ». IDEI May 2010. 29 pages [e-fern.org](http://e-fern.org)

<sup>105</sup> Contrairement aux statistiques et études produites annuellement par le World Federation of exchanges .Voir [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

<sup>106</sup> Voir pour un exemple contemporain MGI (Mc Kinsey Global Institute) The Emerging Equity Gap. Dec 2011. 108 pages. Cette étude visualise par régions les prévisions de déséquilibre des prêteurs ou des emprunteurs de capacités de financement sur le produit « action ».

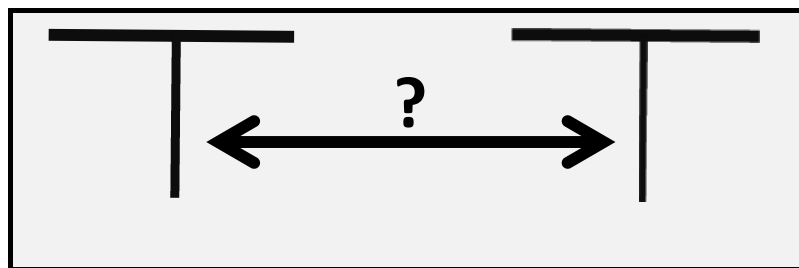
et les emprunts russes, prêteurs et emprunteurs ont rarement été voisins<sup>107</sup>. Le marché financier est donc par nature un « dual sided market »<sup>108</sup> pour participants éloignés. C'est-à-dire un réseau économique qui offre à deux types totalement distincts d'usagers des effets de réseau et de dimension dont chacun peut bénéficier. Il semble en effet peu probable que le chauffeur de bus londonien ou l'enseignant d'un pays anglo-saxon puissent toute leur vie offrir leur épargne à des emprunteurs lointains et inconnus sans pouvoir bénéficier d'un accès sécurisé à un point du réseau, du FAPS. De même les capacités d'emprunts non-bancaires d'une municipalité ou d'une région ne peuvent se matérialiser que dans un accès au FAPS.

Les FAPS produisent donc des externalités complexes et globales (c'est-à-dire cross border) : en pilotant un accès au marché (aux capacités de financement) pour une entreprise, une banque d'investissement va provoquer volontairement ou non une adaptation des techniques de collecte de capacités de financement (selon le pays, la période, la devise, la maturité ...).

Nous sommes bien sur un marché « à deux faces » dont le fonctionnement et les coûts ne peuvent se résumer par une approche unilatérale (généralement la vue de l'investisseur).

## ***22 – Vocabulaires et notions actuels en usage pour décrire la chaîne d'intermédiation***

Nous avons retenu la définition du marché comme l'état d'une relation entre consommateurs et producteurs d'actifs financiers. Cette relation est associée à un agencement socio-technique de moyens qui permettent aux produits/services de s'échanger dans des conditions acceptables de sécurité. C'est une définition très large et donc ambitieuse quant à son objet. Pour les actifs financiers il s'agit de comprendre la production du lien entre deux bilans.



**Figure 4 Actif financier : intermédiation, frictions ou production ?** Source PLichterowicz.

---

<sup>107</sup> Voir par exemple René Girault « Emprunts russes et investissements français en Russie ». 650 pages 1999.

<sup>108</sup> Voir les travaux de l'IDEI Toulouse sur le thème



Mais d'autres notions sont en usage dans le monde académique ou business. Nous les précisons rapidement par rapport à notre objet. Nous l'avons déjà dit l'exécution focalise l'essentielle de l'attention de la recherche. Et si ce n'est pas l'exécution c'est la post-exécution qui n'est rien d'autre que le verso de la même, petite, médaille. Les autres acteurs et fonctions sont absents. Ce qui n'était au départ qu'une thèse d'état de mathématiques<sup>109</sup> est devenu en 110 ans la branche dominante des questions dites « financières » et le thème sanctionné par plusieurs Nobel. Et l'exécution elle-même, on l'aura compris, n'est souvent vue qu'à travers les mécanismes très réducteurs de formation des prix (y compris aujourd'hui leurs biais cognitifs), et pas au travers de la technique de la création du droit et du transfert de propriété. Louis Bachelier dans sa célèbre dissertation ne dit pas un mot du transfert de propriété pas plus que Mandelbrot ou Merton un siècle plus tard. Beaucoup de théoriciens de la finance, en dehors de l'école des property rights bien sûr, seraient aujourd'hui peut-être surpris d'apprendre le nombre de juristes nécessaires pour faire fonctionner une salle de marché.

Il ne semble pas y avoir de raison pertinente pour que dans le processus d'exécution la formation du prix soit économiquement plus importante que les modalités du transfert de propriété (droit de la faillite par exemple). De plus, Gabriel Tarde nous le rappelle dès 1902, avant de multiples anthropologues, le prêt (la cession temporaire) est au moins aussi important que la vente (la cession permanente). « On n'a dit que la moitié de la vérité quand on a vu dans le contrat d'échange le fait économique essentiel et initial. L'échange, à vrai dire, ne favorise et ne développe directement que la consommation. L'agent direct de la production est un autre contrat, non moins initial, non moins fondamental, le contrat de prêt. Par l'échange, on se rend service l'un à l'autre, mais en se défiant l'un de l'autre : donnant-donnant; par le prêt, on se confie. »<sup>110</sup>. En d'autres termes le prêt suppose plus de confiance, de liens, que la vente. Il doit donc être techniquement plus évolué. Ceci peut passer pour un truisme, mais oui, le contrat de prêt domine la finance moderne, ne serait-ce que par les techniques de collatéralisation. Il est impossible d'imaginer le marché financier comme un lieu où on vend sans y inclure le lieu où l'on prête, et ce avec toutes les techniques associées (en particulier juridiques). Ce qui rend encore plus incompréhensible la domination de l'analyse des prix dans le monde académique.

### ***Un bref rappel***

Revenons avec le schéma suivant à la base même du mécanisme de financement. Il rappelle que financer c'est créer un lien entre deux bilans (norme IAS 32 ou IFRS 9). Entre un passif et un actif. Ce lien peut être créé entre un client et son fournisseur (1), entre une entreprise et sa banque (2) ou entre une entreprise et ce qu'on appelle « le marché » (3). Ce dernier terme étant défini comme rappelé ci-dessus : il s'agit en fait des capacités de financement. Grâce à la création de véhicules adaptés et de la technique de la titrisation ainsi que des besoins de refinancement des banques, les actifs des banques ou des fournisseurs se retrouvent également sur le « marché ». La question que nous poserons dans la deuxième partie est la nature contextuelle de ses liens : imagine-t-on des cordages

---

<sup>109</sup> Louis Bachelier. Théorie de la spéculation. 1900. Site ENS Paris.

<sup>110</sup> G.Tarde Psychologie économique p 78 Tome 1

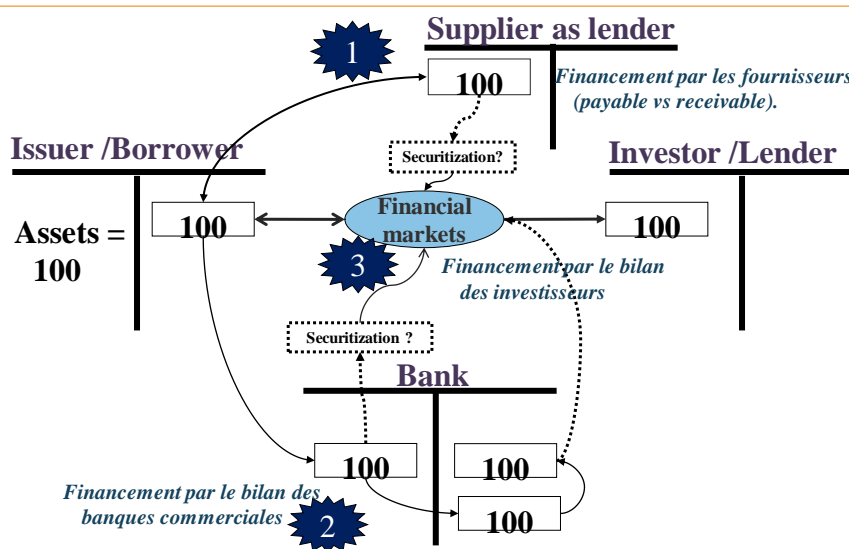
en nylon pour les vaisseaux phéniciens qui faisaient le tour de l'Afrique au VIIème siècle avant notre ère ? Alors comment analyser une relation financière et ses actifs sous-jacents sans tenir compte des institutions et des techniques où ils naissent?

Le schéma ci-dessous nous semble résumer le périmètre du marché financier dans ses macro-composants. Un agent à besoin de financement peut créer des actifs en trouvant un financement soit chez ses fournisseurs, chez sa banque commerciale ou chez des investisseurs avec l'aide, en particulier, d'une banque d'investissement. Fournisseurs et banquiers commerciaux peuvent ensuite vendre ces actifs grâce au trading venue et/ou le banquier commercial se refinancer sur ce même marché. On voit bien sur ce résumé extrême que le trading venue (parfois inexistant) est sans grande importance explicative du mécanisme de financement. On peut même dire que le lieu d'exécution parasite la vision du mécanisme de financement.

Les trois sources de financement. Dans le schéma suivant il s'agit de visualiser les trois sources classiques de financement (fournisseurs, banques, marchés) en soulignant leur intégration et leur unification ( suite des approches de Gurley et Shaw 1955) par les techniques de titrisation et de garantie (ex : covered bonds).

L'intégration de multiples véhicules et surtout de leurs différents domiciles (nationalité) est peut être le changement le plus notable des trente dernières années.

### Les actifs financiers : relations entre bilans <sup>(\*)</sup>. Typologie de base.



Comment un actif pointe-t-il sur un passif avec un degré raisonnable de certitude ?

(\*) International Accounting Standards . Nb IAS 39 => IFRS 9 by 2013

Figure 5 Schéma général : les quatre bilans de base avant l'intégration des véhicules. Source PL.

Il s'agit en fait d'un seul processus économique : ajuster une capacité et un besoin sous contrainte de risques opérationnels et de crédit.

Un ensemble très complexe d'institutions et d'organisations va donc traduire ces principes et relations simples en réalités institutionnelles. C'est la boîte noire « frictionnelle » chère à certains paradigmes et aux successeurs d'A.Giovannini dans les documents produits par la Commission Européenne. C'est cette boîte noire que nous appelons FAPS, car elle a toutes les caractéristiques d'un système. Il s'agit bien d'un ensemble d'éléments en interaction dynamique qui a pour but principal d'organiser la sécurité et la validité de l'inscription d'une écriture dans un actif et un passif<sup>111</sup>.

Et ce avec un maximum de confiance, de crédit, et de transparence. Les produits financiers adaptant leur forme et leur production à leurs utilisateurs, en d'autres termes à leur contexte. Et, on peut le supposer de ce que les historiens nous décrivent, depuis fort longtemps<sup>112</sup>.

Ce qui nous ramène à la question : comment un actif pointe-il avec un degré raisonnable de certitude sur un passif pour être considéré comme actif financier *éventuellement* valorisable (la grande question du main stream) ? Certainement pas par les courbes de choix des investisseurs et des émetteurs, leur fonction de production ou de consommation qui fabriquent des évaluations mais par des procédures institutionnelles.

Comment A peut-il raisonnablement penser qu'une écriture dans le bilan de B lui donne des droits futurs ? Grâce au système de production d'actifs financiers.

---

<sup>111</sup> Nous simplifions en négligeant les distinctions techniques bilan/hors-bilan, économiquement peu significatives

<sup>112</sup> Diderot. Jacques le fataliste. Page 257. Editions Grands textes classiques.1993. - « Monsieur, votre dessein est de payer vos billets à leurs échéances ?

- Assurément...

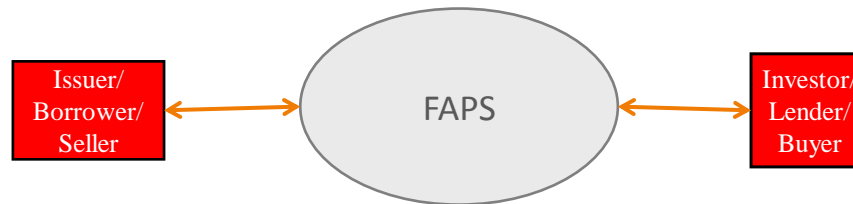
- En ce cas... il vous est indifférent de me faire des billets ou des lettres de change...

- Le mot de lettre de change me fit pâlir...Des lettres change ! Mais ces lettres de change courront et l'on ne sait en quelles mains elles pourraient aller »

## Le système de production d'actifs financiers

---

Le marché comme agencement de règles et d'acteurs qui vont générer la confiance et assurer le transfert sécurisé de propriété.



1

Figure 6 Arrangement de producteurs de crédit. Source PL

Il nous reste à rappeler certains termes en usage.

Le vocabulaire des organisations de marché est en effet si peu stabilisé que ce détour nous semble indispensable. En effet « deux hommes qui perçoivent différemment la même situation mais emploient néanmoins le même vocabulaire pour en discuter utilisent forcément les mots différemment. C'est-à-dire qu'ils discutent à partir... de points de vue incommensurables<sup>113</sup> ». C'est bien ce que risque notre sujet.

Le terme **infrastructure** de marché nous a au départ semblé être celui le mieux adapté à la réalité que nous voulons décrire (le FAPS). Nous n'avons pu le retenir. Le besoin de financement se matérialise, se réalise, dans un ensemble de composants. Il semble bien y avoir une superstructure qui repose pour se réaliser sur une infrastructure. Il s'agit bien d'une infrastructure car elle est une condition à la matérialisation du financement tout en restant en partie hétérogène à ce besoin (tout comme la route ou le camion n'ont que rarement de liens avec le bien dont ils permettent le transport). C'est bien l'état de cette infrastructure qui va conditionner la matérialisation du besoin de financement. Par exemple, le marché des covered bonds<sup>114</sup> est impossible sans l'infrastructure juridique qui modifie le droit de la faillite et permet ainsi l'émission de ce type de produit. Les

---

<sup>113</sup> Kuhn. La structure des révolutions scientifiques p 271. Flammarion 2008.

<sup>114</sup> Un des plus grands marchés européens de produits de crédit : Pfandbriefe en Allemagne, cedulas en Espagne ou créances hypothécaires en France. Curieusement ce produit à grand succès en Europe (depuis le XVIII siècle en Allemagne !) n'existe pas encore aux USA (2010) pour cause d'absence de règles du jeu juridique. Nous reviendrons dans notre deuxième partie sur ce point.

Pfandbriefe sont un exemple étonnant d'avance technologique (juridique) dans le domaine financier et négligé comme détail par le main stream<sup>115</sup>.

La BCE dans un de ses documents d'études à vocation pédagogique rappelle sa vision et sa définition<sup>116</sup>. Bien que la définition retenue soit beaucoup plus large que celle de la Commission Européenne en incluant les « arrangements »<sup>117</sup> nécessaires elle reste dans une logique verticale et post exécution. « For the securities market to work, it needs to be underpinned by arrangements and infrastructures for the handling of securities. As in the case of payment systems, this involves intermediaries, rules, procedures and processes, as well as organisations that provide trading, clearing and settlement services. It relies on institutions that provide securities accounts and related services. *There are market arrangements, such as standards, conventions and contracts for the provision and use of various services*, as well as arrangements for consultation and cooperation within the industry and with other stakeholders. Again, these operations and systems need to be underpinned by a sound legal basis – which includes laws, standards, rules and procedures laid down by legislators, courts, regulators, intermediaries, system operators and central bank overseers. The infrastructures and arrangements for the handling of securities are, to some extent, more complex than those for the handling of payments. Since securities are, as a rule, delivered in exchange for payment, there are two delivery legs to consider – the cash leg and the securities leg. The handling of securities also involves a wider range of functions and participants. »

Le mot « arrangements » ici utilisé semble très proche de celui d'institution, les règles du jeu de Douglass North, utilisées par les institutionalistes. L'écart d'approche entre la Commission (où l'infrastructure se réduit au post-marché de Giovannini) et la BCE n'est donc pas mince mais les deux approches semblent encore éloignées du schéma ci-dessous.

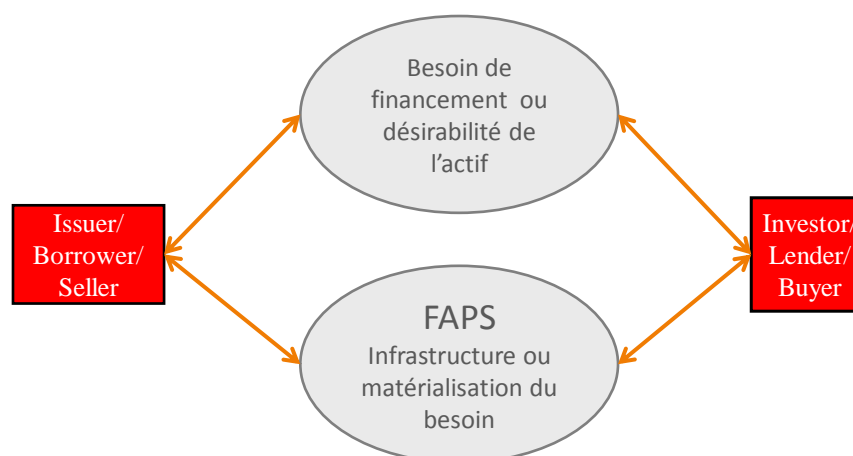
---

<sup>115</sup> Aucun papier académique trouvé sur le sujet, sauf sur le fait que le régulateur US s'intéressait au produit qui n'existe pas encore aux USA et depuis plus de deux siècles en Allemagne. L'exemple géographiquement symétrique existe avec les class actions. Différence peut être expliquée par le « moteur » allemand opposé au « contrat » américains de E.Hall

<sup>116</sup> ECB Payments, Securities and Derivatives, and the role of the Eurosystem. Page 66. 2010. 369 pages.

<sup>117</sup> Ce mot est très employé par les sociologues de marchés. Ex : Michel Callon dans The laws of the market.

## Le FAPS comme infrastructure



1

Figure 7 Désirabilité de l'actif et matérialisation par les FAPS. Source PL.

### *Une définition officielle des infrastructures qui maltraite la réalité*

Le terme infrastructure n'a pu être retenu ici car déjà utilisé sur une autre définition. En effet une très longue habitude de l'industrie, académique mais surtout politique a finalement imposé d'autres définitions, de périmètres en fait, des termes « infrastructures de marché ».

Les auteurs académiques y voient en général les lieux d'exécution ou market venues, de clearing, de dénouement et de conservation en incluant ou pas, selon les auteurs, la banque centrale dans leur définition<sup>118</sup>.

Les auteurs professionnels, en particulier ceux de la BIS-CPSS, y voient le post exécution seulement mais en excluant certains aspects administratifs (comme la fonction de Registrar<sup>119</sup>) ou financier (comme la fonction de paying agent : assure les flux de paiement liés à une émission).

Les auteurs et décideurs politiques de la Commission Européenne, fortement influencés par la vision du Pr Giovannini, ont finalement choisi la définition la plus restrictive possible : clearing, settlement et custody<sup>120</sup> sont officiellement l'infrastructure de marché. Excluant ainsi du post marché plusieurs acteurs qui en font à l'évidence partie. Cette définition a

<sup>118</sup> Voir par exemple Chabert et Reynaud. L'infrastructure européenne des marchés.

<sup>119</sup> Qui enregistre nominativement les porteurs de titres pour le compte de l'émetteur

<sup>120</sup> Voir le rapport EU-EGMI Octobre 2011

désormais, et malheureusement, un caractère officiel, presque réglementaire, car repris et confirmé dans tous les documents « marché intérieur » de la Commission<sup>121</sup>.

Nous nous y conformerons donc, en le regrettant, pour éviter toute ambiguïté avec la littérature existante. En le regrettant, car à l'évidence l'infrastructure est ici réduite à ce qui se passe après l'exécution, en « aval » de la trading venue. L'infrastructure de marché est confondue avec l'infrastructure post-marché (au sens de trading venue), qui n'en est pourtant qu'un petit sous-ensemble des composants que nécessite une relation de marché.

Il convient par conséquent de noter que cette définition sur laquelle se focalisent les efforts de la Commission depuis les rapports Giovannini de 2001 ne considère donc pas comme faisant partie des infrastructures des marchés des organisations indispensables à leur fonctionnement comme les data vendors (FIS), les agences de notation, les agences de normalisation, les réseaux de transport de messages, ou encore les outils de matching. Ou tout simplement les circuits de distribution et de dénouement des opérations sur fonds d'investissement. Mais comment imaginer le fonctionnement d'un simple carnet d'ordres sur produits actions sans l'alimentation des data vendors<sup>122</sup> dont les annonces d'événement sur titres ont des impacts majeurs et mécaniques sur les prix (par exemple une simple annonce de dividende sur les ordres non-exécutés en carnet).

Prenons un autre exemple peut-être encore plus parlant.

Qu'une institution privée quasi-monopoliste comme SWIFT<sup>123</sup>, à la fois le normalisateur et le transporteur de l'essentiel des messages financiers dans le monde, soit aujourd'hui considérée comme étrangère à l'infrastructure de marché reste pour le chercheur un point troublant<sup>124</sup>. D'autant plus troublant qu'aucun<sup>125</sup> chercheur académique ne semble s'intéresser au sujet, au point même de paraître volontairement ignoré<sup>126</sup> de l'université. Or il semble impossible de qualifier d'autre chose que d'infrastructure hautement stratégique ces « plombiers » monopolistes de la finance internationale et domestique qui permettent chaque année l'échange sécurisé de milliards de messages. Et qui, de plus, se sont fait surprendre à les utiliser à des fins politiques (cf note 124 et 127) marquant ainsi la nature complexe de leur activité. Il faudra sans doute attendre la première grande défaillance de cette institution pour qu'elle réintègre sa place naturelle dans les sujets académiques et

---

<sup>121</sup> Voir la volumineuse documentation produite depuis les premiers rapports Giovannini sur le site de l'Union

<sup>122</sup> Data vendors ou FIS (financial information services): exemple de vocabulaire où aucun équivalent acceptable en français ne semble exister

<sup>123</sup> Voir les sites [www.swift.com](http://www.swift.com) et [www.iso15022.org](http://www.iso15022.org) ainsi que [www.iso20022.org](http://www.iso20022.org)

<sup>124</sup> Plusieurs enquêtes et interviews en particulier auprès des membres de l'EGMI n'ont pas permis d'éclaircir ce point pourtant apparemment simple. Le conflit politique entre Swift et la Commission Européenne, voir annexe 3, n'a pour l'instant pas permis de faire avancer ce dossier, en particulier sur la gouvernance de cette infrastructure essentielle.

<sup>125</sup> Nous avons corroboré ce point avec huit professeurs de finance dans plusieurs universités européennes

<sup>126</sup> Swift n'est jamais cité comme acteur stratégique des marchés. Chabert-Reynaud dans leur ouvrage pourtant très concret n'évoquent pas son existence, comme si les messages ne devaient pas être transportés. Aucun sujet de recherche (en France) ne semble traiter du sujet (juillet 2010). Voir annexe 3 sur le conflit politique avec la Commission.

surtout politiques<sup>127</sup>. Et permettre qu'enfin la question de la gouvernance de cette entité et des risques qu'elle porte soient politiquement et académiquement analysés.

On l'aura compris la définition des infrastructures de marché aujourd'hui labellisée par la Commission Européenne a réduit à l'extrême son périmètre et a exclu du champ d'analyse des acteurs majeurs, y compris pour le processus de post-exécution qu'elle prétend pourtant couvrir. C'est le cas répétons-le, simples exemples, des moteurs de matching, des data vendors, des normalisateurs, des fonds d'investissement ou des réseaux physiques de transport. Ces définitions sont porteuses de sens et donc d'actions. Cela paraît étonnant mais les infrastructures ayant été officiellement définies sur une base très réduite, c'est tout naturellement que les techniciens de la commission européenne ont pu en écarter les infrastructures pour fonds d'investissement<sup>128</sup>. Laissant, ce qui est politiquement et techniquement curieux, aux trois ICSD<sup>129</sup> européens l'entièreté de la réflexion et des mises en place nécessaire à cette activité pour l'activité internationale.

Il faut ici souligner que c'est aussi le choix, mais ici analytique et délibéré, de la BIS : « *For the purposes of this report*, (nous soulignons) an FMI refers to payment systems, CSDs, SSSs, CCPs, and TRs (contrepartie et dépositaire centraux, systèmes de dénouement, fichier central des transactions OTC) . These infrastructures facilitate the clearing and settlement of monetary and other financial transactions, such as payments, securities, and derivative contracts »<sup>130</sup>.

Mais les analystes de la BIS rappellent que « FMIs can differ significantly in organisation, function, and design. FMIs can be legally organised in a variety of forms, including associations of financial institutions, non-bank clearing corporations, and specialised banking organisations. FMIs may be owned and operated by a central bank or by the private sector. FMIs may also operate as for-profit or not-for-profit entities. Depending on organisational form, FMIs can be subject to different licensing and regulatory schemes within and across jurisdictions. For example, bank and non-bank FMIs are often regulated differently ».

L'objet de notre deuxième partie sera justement de rappeler quelques unes ces spécificités régionales ou, très souvent de fait, nationales.

Il nous semble donc, dans cette première approche, que par « infrastructure » de marché une tradition européenne nomme ce qui appartient (en 2011 appartenait semble plus approprié) au public ou est sous contrôle public. Les systèmes de paiements et de dénouement sont des infrastructures car historiquement ils ont été publics, alors que les mêmes systèmes de dénouement pour les marchés de fonds d'investissement (les TA ou Transfer Agent) n'en font pas partie, car privé. Les FIS (Financial Information Services) ou les CRA (Credit Rating Agency) étant privés ils ne sont pas analysés comme éléments d'infrastructure alors que correspondant parfaitement à la définition d'une infrastructure :

---

<sup>127</sup> Ceci a failli avoir lieu avec la livraison non autorisée à partir de 2002 des informations financières des participants, i.e les 12.000 plus gros opérateurs financiers du monde, aux autorités américaines. Mais cette alarme n'a eu aucune suite sérieuse à part un vote sanction symbolique du parlement européen choqué par les pratiques de cette entité.

<sup>128</sup> Voir le rapport EGMI (expert group in market infrastructure) Octobre 2011. Marché Intérieur.

<sup>129</sup> Euroclear, Clearstream et SIS en Suisse.

<sup>130</sup> BIS. CPSS-IOSCO Principles for financial markets infrastructure. Page 7 March 2011. 140 pages.



«structure cachée ou non-remarquée qui soutient quelque chose de visible» (Le Robert). Car ce qui est remarqué et visible demeure les plateformes d'exécution.

Soulignons cette dernière remarque : la littérature et l'industrie financière semblent faire un lien entre « infrastructure » et contrôle public. Ce qui réduit à peu de chose bien sûr les infrastructures étudiées face aux infrastructures réelles : la majorité des infrastructures étant privée à mode de gouvernance multiple.

### *Le post marché : une autre appellation floue*

C'est un autre terme aux contours aussi imprécis. Il y a ici de nouveau ambiguïté entre post marché et post trading venue. Car le post marché est également souvent qualifié d'infrastructure de marché. Les termes sont soit synonymes soit complémentaires selon les auteurs. Les études de la Commission Européenne les fusionnent même parfois pour parler d'infrastructure post-marché (mais dans ce cas en excluant la Banque Centrale, ce qui en fait une curiosité technique). Il est à noter que les termes sont souvent utilisés au singulier comme s'il n'y avait qu'un seul post marché. Mais la forme prise et les acteurs du post marché (en fait post-exécution, on l'aura compris) dépendent en grande partie des produits échangés: primaire/secondaire, achat/emprunt/, cash/dérivés, titres /fonds, OTC/officiel, SPE/titres d'émetteur primaire. Il n'y a, par exemple, pas de Dépositaire central sur un marché de dérivés listés. Il faut donc réinterpréter le rôle de la CCP et ajuster ainsi ses questions de gouvernance.

On s'aperçoit en réalité que par post marché la majorité des auteurs parlent des composants de la post-exécution sur les marchés officiels actions. Soit très peu de chose par rapport à la chaîne globale d'intermédiation. On retrouve cette vue réductrice dans les documents de la Commissions qui ont suivi les rapports Giovannini depuis dix ans.

Malgré cette vue réductrice le post-marché y prend une importance capitale dans la vision globale de la recherche d'efficience du marché. « Clearing and settlement are at the core of any financial system; **inefficiencies in these processes have serious consequences. When clearing and settlement are too costly or complex, financial transactions are discouraged.** In the context of the EU, the result is that national markets have remained isolated: resources are not pooled efficiently, the allocation of economic resources across time and space is sub-optimal, the techniques that allow the trading of risk are too expensive and financial asset prices fail to convey all information that is available to market participants<sup>131</sup>.

Il nous faut noter de suite que cette vue (qui sous-tend les actions de la Commission dans ce domaine) ne semble pas:

1. correspondre à une réalité historique (la globalisation financière en 1914 matérialisée en France par 800.000 porteurs d'emprunts dits "russes" avant la guerre). En d'autres termes la complexité des processus physiques de production et

---

<sup>131</sup> Deuxième rapport Giovannini Avril 2003. Introduction. Site de l'Union [www.ec.europa.eu/internal\\_market](http://www.ec.europa.eu/internal_market)

circulation ne ralentit pas les flux de capitaux mais ne fait que peut être les renchérir

2. prendre en compte le fait que dans le total des frais d'exécution et de dénouement l'exécution continue à peser pour plus de 70%<sup>132</sup>. On comprend alors mal pourquoi ce qui compte pour 30% du processus exécution-dénouement, et qui n'est lui-même qu'une part infime<sup>133</sup> de la totalité des coûts d'intermédiation est un tel sujet politique (et polémique) prioritaire pour la commission marché intérieur.

### *Le péri-marché*

Conscients des limites évoquées plus haut, certains auteurs proposent de parler de péri-marché<sup>134</sup> pour mieux souligner la complexité des processus qui existent avant et après la négociation. Et ainsi tenter de se débarrasser de la focalisation excessive sur l'exécution et les prix, et accessoirement de confirmer que tout ce qui n'est pas trading venue n'est pas qu'une inutile friction mais une condition et le moyen de circulation et de transfert de propriété des actifs. Mais le mot péri-marché laisse bien, par construction, l'exécution au centre de la vision proposée.

Une illustration simple : si par un achat sur un marché officiel d'une ligne d'action l'investisseur achète le droit au paiement du dividende et à la participation aux assemblées générales, il faut bien sûr que le « péri marché » garantisse à l'acheteur que ces droits seront facilement mobilisables. En termes plus concrets, qu'un réseau d'agents payeurs – généralement des banquiers- assure les paiements dus par l'émetteur. Si ce réseau d'agents<sup>135</sup> n'est pas ou peu efficace, l'actif acheté aura à l'évidence moins de valeur. Que vaut un titre si le paiement du revenu généré (intérêts, dividendes) a des difficultés à être payé?

Nous considérons que, c'est un exemple d'élément du FAPS, que ce réseau d'agents payeurs membre du « péri-marché » est au moins aussi important pour la formation des prix que le carnet d'ordres (quand il existe). Pourtant aucune approche académique n'évoque son existence (à notre connaissance bien sûr), et ce pour une raison simple: les investisseurs (au moins dans les pays du G20) jugent presque certain qu'ils recevront dividendes et intérêts en bonne date grâce à ce réseau d'acteurs. C'est la sécurité apportée par les FAPS, ce n'est pas du « péri » marché, c'est le système de production en ordre de marche.

Péri-marché est donc une notion qui ne se rapproche pas de celle de FAPS. Mais dont le nom même semble privilégier la trading venue comme centre du monde financier. Il est facile de montrer qu'il existe de nombreux marchés financiers sans trading venue et sans liquidité. Le cas le plus connu est celui des hedge funds. Plus de USD 1.000 milliards sont aujourd'hui souscrits à cours inconnu sans lieu d'échange particulier sauf bien sûr le bilan

---

<sup>132</sup> Voir les études annuelles de la World Federation of Exchanges ainsi que le Rapport EU-EGMI d'Octobre 2011

<sup>133</sup> Environ 1% d'après nos calculs

<sup>134</sup> Le concept m'a été expliqué par Madame Reynaud.Lyon II

<sup>135</sup> Réunis dans une association IPAA , devenue ICMSA en février 2004 voir [www.icmsa.org](http://www.icmsa.org)

de l'émetteur, et sans aucune liquidité (longue période de préavis pour les rachats par exemple). Ou encore plus simplement de la « private finance » (private equities, private placements)

### ***Les structures de marchés : du vocabulaire d'économie industrielle***

Il s'agit ici principalement de décrire les techniques de financement utilisables par un agent à besoin de financement, et les modalités d'accès à ces techniques. Le mot est aussi utilisé par les économistes des organisations internationales et qui étudie la logique de l'intermédiation bancaire versus celle du financement direct. Mais elle est parfois aussi utilisée dans le sens type de marché, à savoir marché officiel versus marché OTC. Une illustration peut être trouvée dans Bruno Biais « the structure of the bond market in the 20th century »<sup>136</sup> qui analyse en particulier la migration marché officiel- marché OTC pour les produits de taux.

### ***L'architecture des marchés***

Il s'agit quand ces mots sont utilisés de décrire et expliquer l'organisation et surtout la hiérarchie générale des acteurs financiers. Leurs relations de coopération et de coordination dans une perspective de contrôle ou de pilotage. Il est parfois repris, par exemple, dans les documents de l'OECD et de la Banque Mondiale.

Par exemple les relations clients-fournisseurs-contrôleurs entre

- la banque centrale des banques centrales
- les organismes financiers internationaux (ex : IMF, WB, BAD)
- les régulateurs internationaux et soft-régulateur
- les banques centrales
- les régulateurs domestiques
- les banques commerciales et d'investissement
- les associations professionnelles
- les fournisseurs de composants physiques

### ***Micro-structures et market design***

Gros fournisseurs des sujets d'études, de mémoires et de thèses en finance ce sujet se focalise sur les conditions d'exécution. En d'autres termes sur les conditions du dévoilement des prix et des biais qui peuvent apparaître en fonction de l'organisation du rapprochement physique des ordres (et pas nécessairement de la demande et de l'offre effective : un acheteur peut commencer par vendre pour analyser les réactions des prix). Le sujet le plus étudié, car les régulateurs s'y sont intéressés, a été longtemps celui de la confrontation des modèles dirigés par les prix (price driven, market making), par les ordres (carnet, order driven) et mixtes (ex : spécialistes d'une valeur sur marché d'ordres). En d'autres termes du modèle généralisé de market making (principal) contre le modèle broker (agent). Il est aujourd'hui au centre de la recherche et de querelles politiques et techniques sur les Flash orders (toucher le carnet avant les autres en connaissant les autres)

---

<sup>136</sup> B.Biais et R.Green IDEI Toulouse. 29 August 2007 [idei.fr/documents](http://idei.fr/documents)

et bien sûr le HFT (high frequency trading). Ces techniques de capture de la volatilité prétendent apporter de nouvelles sources et formes de liquidité aux marchés (principalement actions). Cette approche en termes de micro-structure s'est enrichie du concept de « chaîne de valeur des marchés »<sup>137</sup>. Elle rejoint ainsi le sujet du market design.

A.Roth nous en résume l'objet : « market design teach us both about the details of market insitutions and about the general task markets have to perform...thickness...congestion avoidance...safe and simple »<sup>138</sup>. Le marché est bien vu ici comme trading venue, lieu d'exécution, et pas comme un niveau de désirabilité d'un bien matérialisé par un producteur et un consommateur. Nous restons donc dans la vue verticale du marché.

Tout cela reste en dehors de notre sujet d'investigation qui ne porte pas sur les conditions d'équilibre, le dévoilement des prix et l'activation du transfert de propriété mais sur la description horizontale des acteurs et règles du jeu qui permettent de lier deux bilans de manière sécurisée, en confiance. Le prix, nous le reverrons, n'intervient pas dans la chaîne de production (acheter au prix P1 ou P2 ne change rien au processus global de création du lien entre bilans).

### **Marché, trading venue et market place.**

Nous venons de voir que les termes marché et marchés financiers ne pointent pas toujours sur la même réalité. Ce qui justifie les efforts du régulateur pour tenter de normaliser le vocabulaire des marchés financiers différent selon les pays et les acteurs, et donc ajoutant un peu de confusion analytique.

Deux illustrations.

- Pour un custodian par exemple un marché est associé aux institutions et organisations nationales qui gravitent autour d'un dépositaire central. Etre ou ne pas être « dans le marché » signifie simplement offrir ou pas le service de conservation d'actifs à un niveau national. Pour un Global Custodian la compétitivité de l'offre se juge en partie au nombre de « marchés » couverts par l'offre de conservation<sup>139</sup>.
- Même si ce terme n'a pas donné lieu à définition académique, « la place de Paris » est bien autres choses dans l'esprit de ceux qui l'utilisent, que le Palais Brongniard. C'est autour de la Bourse, une trading venue, tout ce qui lui permet de fonctionner, en particulier les aspects juridiques et fiscaux dans leur contexte national. Mais une place de marché a aussi la définition restrictive d'un carnet d'ordres en économie industrielle

---

<sup>137</sup> IDEI -l'Université de Toulouse travaille sur ce concept. Voir les travaux de Bruno Biais.

<sup>138</sup> Alvin E.Roth Harvard University. What have we learned from market design. Economic Journal. 118. March 2008. P 285-310. Page 299.

<sup>139</sup> Voir les rapports annuels de BNY Mellon, Chase JP Morgan et CITIBANK qui prétendent à une présence sur plus de cent marchés

On peut donc regretter que dans la volumineuse littérature qui décrit les marchés financiers les auteurs ne jugent que rarement utile de définir l'objet qu'ils vont étudier et le vocabulaire qu'ils vont utiliser. En particulier le choix « vertical » (exécution) ou « horizontal » (financement) de leur approche.

Nous sommes donc face à au moins quatre notions très distinctes pour l'étude du marché financier :

- *le marché métaphore* agissant en entité comtienne métaphysique et désormais animé d'une grande force politique (ex le marché auto-régulateur décrypté par Polanyi)
- *le marché comme état de désirabilité d'un bien face à la capacité de le produire et de le distribuer*. Dans le monde financier le marché devrait donc être défini et piloté par les capacités-besoins de financement sous les contraintes de la production des actifs et de leur désirabilité. En d'autres termes il y a-t-il un marché pour ce type d'actif financier ? Dans cette appellation c'est le transfert de propriété et sa matérialisation qui sont majeurs.
- *le trading venue ou lieu d'exécution* qui est souvent en français appelé « marché », terme nous l'avons vu générateur de confusion. L'immense majorité des transactions se réalise aujourd'hui dans le monde du gré à gré (OTC) et ne suppose donc pas toujours l'existence d'une entité juridique spécifique pour matérialiser la trading venue. Il y a par contre toujours une règle, une institution, qui va provoquer le dévoilement d'un prix puis le transfert de propriété. L'organisation du transfert permanent ou temporaire de la propriété est une des deux fonctions majeures de l'exécution<sup>140</sup>.
- *le market place, une place de marché*, qui désigne un système d'émission et d'échange d'actifs financiers généralement dans leur contexte national pour mieux en souligner les composants fiscaux et réglementaires. Une confusion peut exister entre ce terme et le marché officiel<sup>141</sup>.

C'est bien le marché état de désirabilité matérialisé par des inscriptions en compte produites par un système que nous essayons de décrire.

Le marché-trading venue reste quant à lui de par les riches possibilités de calcul qu'il permet dans l'évaluation d'un prix ou d'une performance, l'objet principal d'études de finance dans le monde académique.

## ***23 Les trente-deux fonctions qui matérialisent les FAPS***

Le crédit, cet acte de foi (G.Tarde), doit prendre corps.

---

<sup>140</sup> Voir les débats décennaux qui ont conduit à la Finality Directive (98/26/EC) et à celle du transfert de propriété du collatéral (2002/47/EC) de l'Union ainsi qu' aux règles de la conférence de la Haye (HCCH)

<sup>141</sup> Voir par exemple le vocabulaire utilisé dans les documents produits par la WFE (World Federation of Exchanges ) sur [www.wfe.org](http://www.wfe.org)

Des composants de la longue chaîne d'intermédiation, le FAPS, vont interagir entre eux pour assurer à l'investisseur et à l'émetteur la sécurité, la transparence et la liquidité correspondant au niveau de risque qu'ils ont choisi. Sans composants de marché, sans FAPS, il est fort peu probable que le chauffeur de bus californien qui économise chaque mois de sa vie 12% de son salaire pour alimenter son fonds de pension puisse prêter cette épargne à une entreprise ou un état lointain dont il n'a sans doute jamais entendu parler. Il faut que s'organise une chaîne de confiance. Plus l'agent à besoin de financement est loin (dans toutes les composantes de la différence : géographique, culturelle, juridique...) de l'agent à capacité de financement plus la chaîne doit se renforcer.

Les composants de cette chaîne de production peuvent être empiriquement séparés en deux groupes :

- les agents financiers, c'est-à-dire sous tutelle d'une autorité financière. Car la caractérisation par l'impact bilanciel ne suffit pas
- les agents non-financiers qui offrent des services support et conditions des opérations financières et qui ne sont pas régulés par les autorités financières.

Nous avons tenté de lister en extension les rôles que nous avons identifiés. Bien sûr ces rôles peuvent évoluer : certains être créés ou d'autres disparaître. Il est intéressant, mais anecdotique, de noter qu'un rôle comme le rôle notarial, rôle central à la création du premier marché monétaire international<sup>142</sup> (XII-XIIIème siècle), et qui a ensuite presque disparu (XVI-XVIIème) pour l'enregistrement des transactions renaît depuis quelques mois dans le cadre de la mise en place des trade repositories (TR) exigés du Dodd-Frank Act ou des propositions de l'EMIR.

### ***Les 32 fonctions du FAPS qui peuvent être activées pour produire un actif.***

1. Fournisseurs d'informations, les data vendors et data repositories. Financial Information Services
2. Affichage de prix/quantités, intention de pré-exécution
3. Transport de données de marché associées<sup>143</sup> à leur sécurité physique, transport général de tous messages ou informations financiers (carriers, order routing en anglais)
4. Standardisation des données, produits et processus<sup>144</sup>, en incluant la standardisation des principaux contrats de marché. Réduction des asymétries par réplification de manières de faire.
5. Certification de respect des standards<sup>145</sup> pour les données, les processus<sup>146</sup> les produits

---

<sup>142</sup> Voir De Roover dans L'évolution de la lettre de change, sur le passage de l'acte notarié au simple acte civil.

<sup>143</sup> Voir par exemple le rôle du transport et des premiers échanges télégraphiques sur l'organisation des markets venues. Voir aussi F.Braudel dans le T2 de la Méditerranée (p22 et sq) sur le temps et les moyens de diffusion des informations (lignes isochrones de diffusion).

<sup>144</sup> Voir en particulier ISO Technical Committee TC 68 sur [www.iso.org](http://www.iso.org).

<sup>145</sup> Une société comme Bureau Veritas emploie 25.000 personnes et est cotée sur Euronext. Voir <http://www.bureauveritas.com>. Voir aussi un autre exemple <http://www.islamic-finance.com> sur le procédé de certification islamique et les autorités religieuses comme acteur du marché financier.

6. Identification des produits (ex : classification des produits, identification univoque d'un produit, description standardisé d'un produit<sup>147</sup>)
7. Analyse externe des risques (crédit, opérationnel) et rating. Peut parfois être techniquement confondu avec du pricing.
8. Recherche/research et recommandations (corporate, sectorielle, dans une perspective nationale ou régionale) et études économiques de l'environnement macro de cette recherche.
9. Valorisation et pricing. A noter : l'externalisation du pricing comme suite à l'absence de liquidité ou à la complexité des structures est une tendance récente et lourde<sup>148</sup>. En d'autres termes techniquement le trading ne fait plus le prix de certains actifs (contrats complexes)
10. Fonctions notariales de l'enregistrement des émissions ou des transactions, en d'autres termes, tenue d'un compte émission et/ou d'un livre global des transactions. Fonction souvent, mais pas toujours, assumée par un CSD (CCP, Common Depositories, TA).
11. Lieu d'exécution dans toutes ses déclinaisons institutionnelles et organisationnelles. Principal sujet académique de la microstructure de marché
12. Transfert de propriété, finalité d'une opération et droit aux droits: l'appareillage juridique et contrats (rôle des producteurs de contrat type, les « master agreements »)
13. Confirmation et affirmation (market venue/ participants directs)
14. Matching<sup>149</sup> (participants directs / investisseurs)
15. Clearing et contrepartie centrale (CCP), avec ou sans netting
16. Dénouement ou Settlement
17. Liquidité (titres et cash) et financement des opérations (rôle bancaire)
18. Gestion administrative des comptes et des positions titres et espèces
19. Gestion intellectuelle des positions (asset management)
20. Règles de comptabilité et plan de comptes
21. Trustee, Master Custody Banque Dépositaire, Fournisseurs de bilan (ex: SPV, SIV, SPE... mettre les actifs dans le « bon » bilan dans le « bon » domicile)
22. Asset management (gestion intellectuelle) et transition management (transfert de portefeuille entre deux asset managers)
23. Conseils et assistance légaux. Règles légales du jeu.
24. Administration de fonds, vies sociale et technique du fond, promotion des fonds
25. Distribution (qui n'a pas lieu uniquement par les market venues)
26. Analyse et attribution de performances (montant et origine)
27. Autorité de marché/watchdog. Autorités morales-éthiques et autorités administratives.
28. Environnement legal et réglementaire. Choix entre common law et code Napoleon
29. Producteurs de règles institutionnelles<sup>150</sup>, business associations, lobbies, alphabétisation financière<sup>151</sup> (nb: la comptabilité sans écriture et calcul n'a pas beaucoup de sens)

---

<sup>146</sup> Voir l'étonnant travail réalisé par l'ISO TC-68 (services financiers) sur <http://isotc.iso.org/livelink/livelink/open/tc68>

<sup>147</sup> Voir l'exemple de la directive prospectus fonds ou du document Key Investor Information de UCITS IV directive rentrée en application en juillet 2011

<sup>148</sup> Voir le succès récent de l'entreprise Markit sur le sujet de la valorisation [www.markit.com](http://www.markit.com)

<sup>149</sup> Matching sans TRAX (exemple) est aujourd'hui techniquement difficile. Voir <http://www.xtrakter.com>

30. Fournisseur de sécurité physique (plan de continuité). Rôle financier ignoré jusqu'à la prise en compte du risque opérationnel dans le capital adequacy.
31. Autorités fiscales<sup>152</sup>, domicile<sup>153</sup> et territoire
32. Fournisseur d'assurances : rehausseur de crédit ou vendeurs de protection (monolines, garantie des dépôts, suspension de cotation dans les marchés à carnet...etc.).

Nous proposons donc le schéma page suivante pour représenter graphiquement le FAPS. Il est sans doute trop fastidieux de vouloir décrire précisément l'interaction de chaque composant de la chaîne dans le détail de son fonctionnement et dans son développement historique. Nous nous contenterons en Annexe 1 de fournir ce qui nous semblent être les acteurs majeurs (ceux qui activent les fonctions précitées), des dates clés et des volumes ou indicateurs significatifs. Et surtout tenter de pondérer quelques à priori, parfois décelables sur les rôles et leur classement. Nous l'avons déjà dit : le focus sur l'exécution pollue la vision du monde financier réel. Le simple coût mondial des Data Vendors, leur revenu en fait, est bien supérieur à celui des Chambres de Compensation et des Dépositaires Centraux<sup>154</sup> réunis. Les data vendors ne sont pourtant pas examinés par « l'école Giovannini » comme un frein au développement des marchés financiers. Et sans information financière, pas de marché financier.

Rappel : la description très brève de chaque rôle et les changements majeurs encourus peuvent être trouvée en Annexe 1 de ce document.

Il semble important de noter qu'il s'agit d'un état simplifié des lieux en 2010. Le FAPS subit des modifications et créations continues car comme le rappelle le mot de Braudel déjà cité, il s'adapte en permanence aux réalités et contraintes économiques, politiques et technologiques.

En quelques trimestres depuis 2007 plusieurs acteurs nouveaux dans la chaîne sont venus en renforcer la logique sécuritaire. Trois exemples de mise en place récente

<sup>150</sup> Les plus importants étant les organisations auto-régulées ICMA (credit market) and ISDA (swap and derivatives)

<sup>151</sup> Voir OECD "Financial education project 2010" comme composant essentiel du fonctionnement du marché. En dépit de son apparente évidence empirique ce sujet n'attire pas beaucoup de travaux académiques. Thème identique à celui des historiens entre alphabétisation et développement des techniques de crédit.

<sup>152</sup> Voir le travail colossal et les coûts engendrés par la procédure NRA et FATCA (non resident alien, foreign account tax compliance act) appliquée par les autorités américaines. Voir <http://www.irs.gov>

<sup>153</sup> Impacts sur les pratiques de marché, la structuration des agents et les produits : exemple du succès des CFD au UK. Beaucoup de domiciliations sont le résultat d'une politique fiscale nationale. Parmi de nombreux exemples historiques : G.Pfann and H vanKranenburg Tax Policy, Location Choices, and Market Structure May 2002. In Econpapers

<sup>154</sup> Comparaison des chiffres d'affaires des trois principaux data vendors (Bloomberg, Thomson-Reuters, Markit) avec celui des trois principales CCP, ICSD et CSD. Le revenu total d'Euroclear Bank (l'ICSD du groupe Euroclear) était en 2010 inférieur à € 750 millions. Équivalent au revenu des gérants (quelques personnes physiques) des trois premiers hedge funds mondiaux. Le coût total du post marché européen était en 2005 estimé par Deutsche Boerse à € 17 milliards, sans que le périmètre retenu pour ce chiffre soit précisé (ex : coût de la Banque Dépositaire d'OPC) Source : Deutsche Böerse The European post-trade market. 44 pages-pdf. 2005.



- les Trade Repositories ou enregistrement centralisé des opérations sur produits dérivés OTC et SWAP vanille. Rôle de notarial public tombé pourtant depuis des siècles en désuétude.
- les « transformateurs de collatéral » (transforment du collatéral non admissible dans les organismes où il est nécessaire en collatéral éligible, il s'agit donc d'opération de prêt-emprunt ayant pour base du rehaussement de crédit de portefeuille)
- Les évaluateurs tiers d'opérations complexes, dont la société Markit est sans doute le meilleur exemple.

Contrairement à la perception des adeptes de la vision verticale qui partent de la trading venue (execution focus) la vision horizontale rappelle le point suivant. Pour produire un actif financier il s'agit de faire parcourir à des inscriptions comptables porteuses de droits, de bout en bout, la chaîne ci-dessous (sur le primaire bien évidemment, mais aussi sur le marché secondaire contrairement aux apparences<sup>155</sup>). Ce parcours est long, complexe, risqué et coûteux. Mais il se doit de paraître sûr. Et ce, pour produire le but recherché par ce système de production : l'amélioration du niveau de confiance, de crédit.

Ce qui nous amène à une belle tautologie : le but principal du système de production de crédit est de fabriquer le crédit et pas de dévoiler des prix.

Et ce, autour de deux règles du jeu principales : la comptabilité des opérations (matérialisée ici par les règles IFRS) et les principes de droit de propriété et de son transfert (représenté par exemple par la Convention de la Haye, HCCH).

Ce schéma a été pendant plusieurs années soumis à discussion et critiques. La critique la plus fréquente a été celle reprise par un Professeur de Finance d'une business school européenne : « trop détaillé pour être académique »<sup>156</sup>. Alors qu'à nos yeux il s'agit en réalité d'une tentative de synthèse anormalement simplifiée, une nouvelle « terrible simplification ». Songeons que la seule boîte des Data Vendors, (le Financial Information Services, FIS) représente plus de 100.000 emplois dans le monde pour une offre multiforme qui conditionne non seulement l'activité de négociations mais aussi l'ensemble de la chaîne de production. Imagine-t-on un asset manager, le décideur principal de composition de portefeuille, sans accès aux informations des vendors, alors que son rôle est principalement de les digérer? Seule l'étude et la connaissance concrète du rôle de chaque acteur permet de comprendre les interactions globales, les rôles réels joués par chaque organisation et donc les coûts et les risques associés. On sait bien que Bloomberg est un acteur majeur des FIS, mais sait-on aussi que Bloomberg était un des plus puissants réseaux sociaux électroniques de la planète et qu'une adresse électronique Bloomberg valait à une époque toute les cartes de visite (situation 2002) ?

---

<sup>155</sup> Cas de la nominativité des titres et de l'activité de Registrar, mais aussi paiements de revenus, remboursements ou participations à des Assemblées ou réunion de la masse.

<sup>156</sup> Je ne peux, en l'absence de son autorisation, citer ma source

Un rôle peut donc en cacher un autre, tout comme l'ICSD (international central securities depository) cache le Common Depository sur lequel il repose, ou les fonds monétaires le shadow banking qu'ils alimentent.

Une autre illustration de l'importance de parcourir la chaîne de production un peu en détail est le rôle du conservateur. Ce teneur de compte est celui qui, vu de l'extérieur (voir e.g l'article de JC. Rochet sur Dépositaire Central versus Custodian) tient des positions comptables résultats d'instructions de dénouement reçues du client. Une étude un peu plus concrète permet de montrer facilement que le conservateur, dans sa fonction la plus complexe et risquée, ne reçoit pas d'instruction du client mais les réclame au client. C'est donc le modèle exactement inverse de celui analysé par JC.Rochet. Le conservateur génère les instructions les plus complexes et les plus risquées, en particulier dans les cas d'opérations sur titres (OST) ou pour certaines opérations de change, et ce en octroyant ou pas des lignes de crédit. Ce qui change totalement la nature de son rôle, de ses risques et de ses coûts<sup>157</sup>.

*L'agencement de certaines organisations et système de production: frictions ou production financières.*

---

<sup>157</sup> Voir pour ce rôle le document très pédagogique de l'ECB « The securities custody industry ». Occasional paper N°68. August 2007. 63 pages/pdf.. Nb : ce document reste dans une approche verticale marché-post marché.



les salariés de la planète qui investissent dans des fonds de pension<sup>159</sup> le rôle principal des agents à capacité de financement<sup>160</sup>. A ce jour (décembre 2011) pour plus de USD 30.000 milliards. Ce chiffre devrait doubler dans les 10 ans à venir (voir supra).

C'est cette manne et masse financière qui a soutenu la puissance des banques d'investissement US en leur assurant revenus récurrents et opportunités. Et à l'origine de nombreuses innovations (ex : longevity swap, longevity bonds, linkers, maturités très longues).

Nous le pensons : c'est sur ces flux permanents et relativement stables que se structurent en grande partie le système de production contemporain.

Les hypothèses relatives aux perspectives de l'épargne en vue de la retraite sont simples. Et elles se déclinent en une myriade de combinaisons qui toutes sont convaincues que le lent glissement de la répartition vers la capitalisation, et dans la capitalisation vers sa forme la plus pure, la « defined contribution », est inéluctable. C'est à dire la forme la plus proche du marché autorégulateur formé d'agents individuels, responsables, conscients et calculateurs. Vision du monde marquée par la Réforme en opposition au monde romain<sup>161</sup>.

## ***24 - Les fonds de pension organisation principale des FAPS.***

Indépendamment des chiffres actuels il y a ceux des perspectives qui pilotent la stratégie des acteurs. Dans un monde de sept milliards d'humains produisant un PIB 2012 d'environ USD 70.000 milliards nous sommes proches d'un PIB par tête de USD 10.000.

En supposant un partage de valeur ajoutée de 60% pour le travail (salarié et non-salarié) et 40% pour les profits et un taux d'activité globale de 50-55% (plus de 3,5 milliards d'actifs) nous obtenons très grossièrement USD 12.000/an de revenus du travail<sup>162</sup>. Si chacun contribue, épargne pour sa retraite, environ 15% de son revenu cela représente un flux d'investissement annuel de USD 6.000 milliards (environ trois PIB français) pour un stock de USD 30.000 en 2011 et USD 60.000 en 2020<sup>163</sup>. Voici donc l'enjeu potentiel et les enregistrements comptables que doivent organiser les FAPS. Sans compter les revenus générés par le désinvestissement (paiement des pensions). Aucun mouvement financier de très long terme (nous insistons sur cet aspect pérenne du flux dans la période d'accumulation qui doit se poursuivre jusqu'en 2020 au moins) n'est comparable à cela (à part bien sûr, pour l'instant et probablement ponctuellement, la dette publique).

Ceci a un effet structurant déterminant sur le marché au sens où nous l'avons retenu (composants d'une large chaîne). La question démographique est une question financière

---

<sup>159</sup> Ou produits proches de type 401K US ou PERCO français.

<sup>160</sup> Avec, il est vrai, temporairement quelques pays producteurs de matières premières et leurs Fonds Souverains (ADIA, KIA.. etc.)

<sup>161</sup> Monde romain qui aujourd'hui encore respecte le vieil adage « mercator sine peccamine vix esse potest ». Cité par Simmel page 292 Philosophie de l'argent. PUF.

<sup>162</sup> Chiffres très proches des statistiques 2010 du Bureau International du Travail voir [www.ilo.org](http://www.ilo.org)

<sup>163</sup> Source : articles récurrents sur OECD Global Pensions et IPE (Investment and Pensions in Europe)

fondamentale du XXI siècle<sup>164</sup>. Le passage de la période d'accumulation actuelle à la période de dé-accumulation après 2020, probablement concomitante avec celle des fonds souverains pétroliers, pourrait (devrait) avoir des conséquences significatives sur les prix des actifs que les économistes des différentes organisations (WB, IMF, OCDE...etc) tentent d'évaluer, pour l'instant sans aucun consensus<sup>165</sup>.

L'importance de ces chiffres en fait la question financière moderne. Ils ont fabriqué la puissance financière des CIB et des organisations anglo-saxonnes<sup>166</sup>. Nous reviendrons sur ce point dans notre deuxième partie, mais c'est la capitalisation (le financement de la retraite par l'épargne) qui devient aujourd'hui le plus gros moteur financier long terme de la planète et surtout celui où les bases culturelles des différences entre nations sont les plus fortes.

## ***25 – L'évolution des FAPS : hasard sauvage et hasard bénin***

Comment évolue le système de production d'actif ?

Benoit Mandelbrot le résume clairement: « des fluctuations non bénignes se rencontrent dans toutes les sciences. C'est dans les sciences « moins exactes » que j'ai d'abord trouvé le non bénin partout ». <sup>167</sup> C'est bien ce que nous pouvons observer dans le monde des marchés financiers (nous parlons ici des composants du marché pas du pricing et de la volatilité) : l'extraordinaire changement d'échelle et d'organisation réalisé à l'occasion d'événements fortuits (non gaussiens) et souvent exogènes au système financier.

Les exemples historiques abondent. « La dette de l'état, déjà immense à mon avènement au trône, s'est encore accrue sous mon règne...je suis assuré d'avance que vous me proposerez les moyens les plus efficaces pour y établir un ordre permanent et affermir le crédit public »<sup>168</sup>. Dix ans plus tard la Banque de France était créée en conclusion d'une période financièrement novatrice.

En d'autres termes, il est peu probable que les constituants globaux du marché n'aient pas d'histoire. Qu'un beau matin le marché ait permis de transférer la propriété d'actifs financiers comme Adam Smith échangeait un castor contre deux daims. Il faut bien qu'agence de notation, agent et principal, foires des changes, bourse officielle, systèmes comptables, dépositaire centraux...etc. aient été créés un jour comme résultats d'un processus historique. L'hypothèse de la BIS (BRI), nous l'avons vu, est l'élargissement progressif de la chaîne d'intermédiation.

---

<sup>164</sup> Voir les travaux de l'OECD sur le thème « Pensions » en particulier leur revue « Pension Markets in focus ». Une tentative de synthèse peut être trouvée dans IMF World economic outlook 2004. The global demographic transition. [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>165</sup> Etudes relatives à la théorie de l' « asset meltdown » (déséquilibre permanent offre/demande d'actifs financiers, initiée en particulier par G.Mankiw sur le real estate), voir en particulier sur [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

<sup>166</sup> Est-ce un pur hasard ou un effet d'avantages comparatifs si les plus grands Global Custodians du monde s'appellent BNY Mellon, Chase-JPM, State Street et CITIbank ? Ou parce qu'ils sont conservateurs des fonds de pension US qui leur fournissent ainsi la masse critique nécessaire aux investissements de ce métier ?

<sup>167</sup> Fractales, hasard et finance. Page 73.

<sup>168</sup> Discours de Louis XVI le 5 mai 1789 devant les états Généraux.

L'ouvrage de Reinhart et Rogoff « This time is different »<sup>169</sup> sur les crises financières depuis 1340 a synthétisé et vulgarisé l'histoire de la mécanique de la crise du crédit public et de ses effets sur les composants de marché. Il a surtout rappelé l'incroyable amnésie collective sur les phénomènes récurrents de crise et de défaut de la dette publique. Qui se souvient aujourd'hui du record espagnol de treize défauts historiques de dette souveraine depuis la Reconquista. « The economics profession has an unfortunate tendency to view recent experience in the narrow window provided by standard dataset ». C'est très exactement ce que LTCM a fait et ce qui a conduit à sa faillite: négliger les données historiques<sup>170</sup> et se baser sur une logique formelle. Car la longue période semble ici, comme souvent, éclairer l'essentiel. La sophistication financière précoce doit être ainsi rappelée<sup>171</sup>. L'essentiel peut être trouvé, en synthèse, dans l'œuvre de Braudel, aussi bien dans « La Méditerranée », « Civilisation matérielle » que dans « L'identité de la France ». « Il me semble que les banques d'affaires ou de dépôts sont, comme les bourses, comme les foires de jadis et les marchés d'autrefois, des instruments, des moyens dont *le rôle fluctue avec l'économie* – nous soulignons »<sup>172</sup>. Nous ajouterions « donc le rôle et la forme ».

Nous retiendrons pour hypothèse, apparemment corroborée par l'histoire financière et également par les événements intervenus depuis 2007, que les crises produisent les changements et les évolutions positives ou négatives du système de production d'actif. Tout type de crise d'ailleurs: « Law dira pour sa part après coup – mais faut-il le croire – que la peste de Marseille, qui a paralysé en 1720-1721 le quart de la France, a condamné son expérience »<sup>173</sup>. Événement on ne peut plus fortuit par rapport au monde financier. Mais c'est bien un tremblement de terre au Japon qui a provoqué, de facto, la chute de la Barings<sup>174</sup>, et indirectement permis de commencer à revoir le rôle des régulateurs et la responsabilité des dirigeants. Manifestation du hasard sauvage. Se souvient-on par exemple que le mot « banque » fut rayé du nom des établissements bancaires durant plus d'un siècle à la suite d'une crise financière<sup>175</sup>. Que la Sicovam fut créée en 1941 par l'occupant (sous le nom de CCDVT) et est donc un résultat de la deuxième guerre mondiale, la DTC en 1973 comme suite à une crise opérationnelle majeure. Peut-on accepter comme raisonnable l'idée que seule la crise actuelle a provoqué la refonte issue du Dodd-Frank Act (et autre Directives de type EMIR<sup>176</sup> en Europe) comme celle de 1929 avait produit le Glass-Steagall Act et les périodes euphoriques de l'après-guerre sa disparition.

Enfin, comment comprendre aujourd'hui l'absence de covered bonds aux USA alors que les Pfandbriefe allemands existent depuis le XVIII<sup>e</sup> siècle (1769) ? Un événement politique « fortuit » qui a eu des impacts pluri-centenaires sur les techniques de titrisation.

---

<sup>169</sup> Un résumé par les auteurs dans « This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crisis ». NBER April 2008 124 pages

<sup>170</sup> Voir Roger Lowenstein. *When genius failed*. 2000. Random House. NY. 265 pages.

<sup>171</sup> Voir par exemple Mike Dash. *Tulipomania* sur un épisode éclairant de l'histoire financière.

<sup>172</sup> F. Braudel *L'identité de la France*. P 1065. Flammarion édition novembre 2011. 1181 pages

<sup>173</sup> F. Braudel id P 1054.

<sup>174</sup> Raconté par Nick Leeson dans *Rogue trader* page 162. Little, Brown and company. 1996. 273 pages.

<sup>175</sup> Le système de Law dans Herbert Luthy : *La banque protestante en France*. T1. Réimpressions EHESS.

<sup>176</sup> European Market Infrastructure Regulation. La traduction européenne et partielle du Dodd Frank act.

## 26 Construction sociale et construction technique de la confiance.

« La pierre angulaire de notre théorie : la confiance et les mécanismes de réciprocité entre la confiance et l'économie qui exacerbent les dérèglements. »<sup>177</sup> C'est le rôle du FAPS de fabriquer cette confiance pour les actifs financiers. Nous avons fait nôtre la définition de Georg Simmel de la confiance « elle est une hypothèse sur une conduite future, assez sûre pour qu'on fonde sur elle l'action pratique. La confiance est aussi un état intermédiaire entre le savoir et le non savoir »<sup>178</sup>. La confiance ne favorise pas le crédit, elle est par définition et étymologie le crédit. Elle se substitue efficacement à la connaissance parfaite, supposée et improbable des agents dans les modèles du main stream (dérivés de l'équilibre général). En situation de manque d'information ou d'information incomplète, l'agent fait (ou ne fait pas) confiance.

« C'était l'épidémie fatale, périodique, dont les ravages balayent le marché tous les dix à quinze ans, les vendredis noirs ainsi qu'on les nomme, semant le sol de décombres. Il faut des années pour que la confiance renaisse, pour que les grandes maisons de banque se reconstruisent, jusqu'au jour où, la passion du jeu ravivée peu à peu, flambant et recommençant l'aventure, amène une nouvelle crise, effondre tout, un nouveau désastre »<sup>179</sup>.

Il y a au moins deux types de composants dans le crédit/la confiance :

1. **les composants culturels**<sup>180</sup> (appétit aux risques, « amoral familism », liens ethniques ou religieux par exemple) qui eux même peuvent interpréter/moduler des comportements d'origine psychologique –individuels– que, par exemple l'ouvrage d'Akerlof-Shiller qualifie, après Keynes, d'esprits animaux<sup>181</sup>. La longue période qualifie ces composants. Les chercheurs en management interculturel résument cette aptitude culturelle dans un indicateur appelé Uncertainty Avoidance Index (UAI)
2. **les composants techniques** de nature matérielle et surtout immatérielle très liés à l'évolution des techniques. En particulier les techniques juridiques associées à la protection de la propriété et à l'efficacité de son transfert. « Taken together, this evidence describes a link<sup>182</sup> from legal system to economic development »<sup>183</sup>. Mais là aussi avec une perspective historique, et donc des strates accumulés par le temps,

---

<sup>177</sup> Akerlof et Shiller. Les esprits animaux. P 16. Pearson 2009. 293 pages.

<sup>178</sup> Cité par André Tiran dans « Confiance sociale et confiance primordiale en parlant de Georg Simmel » page 7. 2006. Centre A et L Walras. On peut aussi retrouver l'essentiel de G. Simmel sur le sujet dans « Philosophie de l'argent » PUF. Réédition 2010.

<sup>179</sup> Zola L'argent. p 453 Folio.

<sup>180</sup> C'est semble-t-il sur les biens culturels (cinéma, musique, cuisine ...etc) que les biais nationaux de consommation sont les plus facilement observables mais aussi les plus résistants aux changements.

<sup>181</sup> Les esprits animaux. Akerlof reprend ici un mot de Keynes qui lui-même citait Marx et que l'on peut retrouver dans Rabelais

<sup>182</sup> Ce « lien » analysé par La Porta semble plutôt être une corrélation PNB/ha versus usage des common laws qui montre assez vite ses limites : « France and Belgium after all are both very rich countries » .La Porta ci après.

<sup>183</sup> Etudiées par La Porta qui a en particulier comparé les performances des marchés (en taille) des pays régis par les Common Laws et ceux régis par le droit romain (code civil/ Napoléon). La Porta et al « Legal Determinants of External Finance. » Journal of Finance 52 (July 1997): 1131-50. Et en concluant que, de manière assez surprenante, des pays riches appartenaient aussi au monde du code civil.

bien plus longue que ne le retient la majorité des approches. Analysant par exemple l'activité de clearing ou de contrepartie centrale peu de financiers démarrent leur réflexion par les foires de changes du XVIème siècle qui étaient pourtant principalement des instruments et processus de clearing (au sens compensation) international d'un niveau technologique tout à fait moderne. Pour ne pas dire contemporain.

Deux composants de la confiance donc très exactement à l'image d'une automobile qui est nourrie d'une réputation d'origine nationale et de facteurs objectifs observables et parfois quantifiables. C'est bien la composition des deux types de confiance qui vont fabriquer le niveau général de confiance dans ses qualités (robustesse, sécurité, ...). L'exemple financier aujourd'hui archétypal pourrait être le grand succès de la marque européenne des fonds d'investissement, les UCITS. L'image (la perception de l'investisseur) et la technique de l'Europe au service de la production-distribution de fonds d'investissement.

### **La matérialisation de la confiance base et condition de l'échange, et en particulier de l'échange financier**

Crédit et confiance, échange et prêt, risque et confiance, mesure de la confiance et du crédit : le consensus semble exister pour dire qu'il s'agit là de la base de l'activité marchande, en particulier quand le paiement est déphasé d'avec l'exécution (pratique indo-européenne survivante à ce jour. Cf E.Benveniste. Vocabulaire).

C'est un des apports de l'approche institutionnelle (D.North en particulier) que d'avoir montré que les coûts de transactions diminuent avec la baisse de l'incertitude et l'augmentation de la confiance. La confiance n'étant que la probabilité (voir supra avec Simmel ou Keynes<sup>184</sup>) que l'on attache à la prévision de comportement des tiers, en particulier des contreparties. La confiance comme prévisibilité est donc la définition que nous retiendrons de la confiance financière. Tout ce qui permet une meilleure prévisibilité est donc générateur de confiance, à commencer par toutes les règles du jeu.

La confiance est au cœur des institutions et des organisations. « A mixture of formal institutions, informal institutions, and their enforcement characteristics defines institutional performance »<sup>185</sup>. La confiance est la condition du changement et de l'accumulation par la réduction des coûts de transaction qu'elle permet.

---

<sup>184</sup> Le chapitre 12 de la "Théorie Générale", « L'état de la prévision à long terme », demeure sans doute la référence incontournable sur l'importance de l'état de la confiance sur le long terme. « L'état de la confiance...est un des facteurs principaux qui gouvernent cette courbe (*efficacité marginale du capital add PL*), laquelle est la même que la courbe de demande de capital » page 161 Ed Payot 1972. A noter : Keynes semble hésiter ici entre l'importance des aspects culturels nationaux et les coûts de transaction pour expliquer l'état du marché national « Le fait que le marché de Londres ait commis moins d'excès que Wall Street provient peut-être moins d'une différence entre les tempéraments nationaux (*i.e culturels*) que du caractère inaccessible et très dispendieux de Throgmorton Street » page 171.

<sup>185</sup> D.North. Understanding the process of economic change. P 157 Princeton University Press. 2005 185 pages



Reprenons la définition de Simmel pour arriver à une simplification graphique de l'égalité supposée entre l'information nécessaire aux échanges et la somme de l'information acquise plus la confiance. Moins d'information pour une transaction signifie donc plus de confiance si on veut rendre exécutable cette transaction. Comme toute l'information potentielle n'est jamais disponible, ou pas encore disponible en T, alors l'équilibre (et donc la transaction) est bien réalisé par la quantité de confiance nécessaire à l'égalité du schéma ci-dessous.

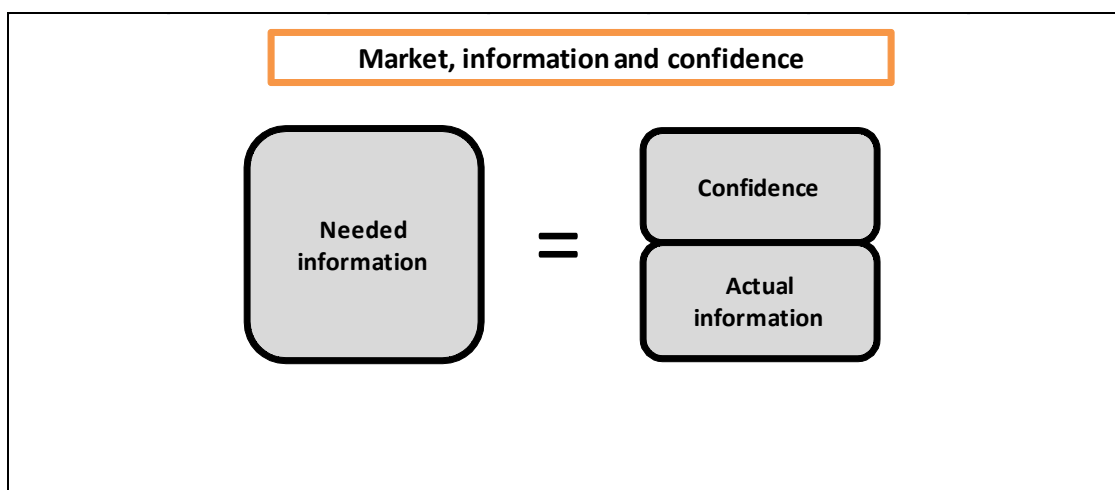


Figure 9 Confiance et asymétrie d'information. Source PL.

Nous arrivons donc à une situation assez claire où la confiance est à la fois la condition de la diminution des coûts de transaction et en même temps la nature et la définition même du crédit.

Répetons-le: c'est bien la chaîne globale des FAPS, de l'investisseur à l'émetteur, qui doit apporter la confiance, pas un de ses maillons en particulier. On pourrait croire que, par exemple, pour un emprunteur la question de la nature du bilan originaire de sa dette n'a que peu d'intérêt (devoir à une banque ou à un investisseur les mêmes conditions devrait être neutre)<sup>186</sup>. Or il n'en est, concrètement rien. Loger un emprunt dans le bilan d'une banque, de plusieurs fonds de pension ou de milliers d'épargnants ne sera jamais opérationnellement et financièrement équivalent : la technique de production ne sera pas la même.

L'acte de foi (le crédit) de Tarde se doit pour exister d'être matérialisé. Le crédit « en soi » est une abstraction inutile si elle ne pointe sur le bilan des acteurs car il se doit d'être incorporé dans des pratiques et des outils pour exister, et pouvoir un jour être valorisé (« pricé » comme l'anglicisme désormais utilisé). La forme et la nature de ces pratiques et

---

<sup>186</sup> Rappelons de nouveau que pour un homme de marché, le marché dit du crédit est le marché des produits de taux (par opposition au marché de la propriété du capital ou celui du change ou des dérivés).

ces outils évoluent et s'enrichissent depuis plus de sept siècles<sup>187</sup>. « Le rôle des correspondants étrangers... est donc vital. Ils empruntent des fonds, vendent des marchandises et remboursent les fonds. Il y a à la fois crédit et transfert de fonds empruntés. Ces deux opérations conjointes sont à la base d'un véritable marché international de capitaux. Le premier de l'histoire. Seuls des réseaux animés par la confiance réciproque peuvent mener ce type d'opérations.»<sup>188</sup>. C'est là le constat sans doute universel: seuls des réseaux d'acteurs en confiance peuvent fabriquer/matérialiser de la confiance. Nous sommes à la limite de la tautologie, mais nous insistons : fabriquer du crédit c'est fabriquer matériellement de la confiance et donc rendre totalement intelligibles les acteurs et les conditions de créations et d'échange des actifs financiers. C'est le rôle de la chaîne matérielle du FAPS et ses composants.

***Les moyens de la confiance : la connaissance des acteurs et des processus. La transparence comme objectif général de l'amélioration des conditions d'échange.***

C'est ce qu'offrent les FAPS : la transparence du processus de création de liens entre bilans.

On va donc mesurer la confiance par la solidité des maillons de la chaîne des FAPS et la puissance de leurs interactions. Pour que l'information traitée et véhiculée dans l'ensemble des organisations de marché soit génératrice de confiance il faut qu'elle soit intelligible, décrite par un langage et une grammaire connue et commune. Toutes les règles du jeu de toutes les organisations doivent donc être publiques, acceptées et bien sûr utilisées. L'organisation devient ainsi transparente, et étant transparente elle devient crédible car comparable. Le cas le plus évident est celui de la comptabilité et de la publication des résultats. La comparaison de performances ne peut se faire que par l'identité des règles. C'est ce que les IFRS<sup>189</sup> sont par exemple supposées apporter, en particulier pour les entreprises listées. Comme tous les processus de standardisation qui submergent actuellement les manières de produire un actif financier.

Ce formidable mouvement mondial de standardisation sera le thème de notre troisième partie, mais nous voulons dès maintenant souligner que standardiser ne veut pas seulement dire travailler sur la productivité. Standardiser c'est principalement communiquer sur une manière de faire, la nature d'un produit ou les compétences d'un individu : réduire des asymétries d'information. L'usage du standard produit transparence, comparabilité et prévisibilité. Prévisibilité nous l'avons dit qui est la définition même de la confiance. En clair : on ne standardise pas seulement pour automatiser mais d'abord pour rassurer et pour convaincre. Pensons par exemple aux normes GIPS qui ne servent qu'à comparer<sup>190</sup> pour rassurer.

En synthèse : les standards sont d'efficaces réducteurs d'asymétrie d'information.

---

<sup>187</sup> Si nous prenons arbitrairement comme point de départ la crise financière et économique internationale partie de Florence en 1340

<sup>188</sup> François Seurot. Article « Crise bancaire en Italie au moyen âge » page 3. CREDES Nancy 2 dans Journal des économistes et des études humaines Vol 12 . N°4 Décembre 2002

<sup>189</sup> International Financial Reporting Standards, règles que les GAAP US n'ont pas encore acceptées en 2011.

<sup>190</sup> Global Investment Performance Standards. Voir notre troisième partie.

L'amélioration des conditions de l'échange et donc la baisse des coûts de transactions associés aux coûts de production des actifs financiers passent par la normalisation des processus et produits. Ce consensus du côté industrie financière ne fait pas encore consensus du côté académique. L'IIF<sup>191</sup>, le plus puissant lobby bancaire global (dirigé par J.Ackermann le responsable de Deutsche Bank) l'annonce pourtant clairement : « IIF ...is committed to be the most influential global association of financial institutions ... our mission is to support the financial institutions in prudently managing risks ... in developing best practices and standards ». Ce que confirme concrètement le bras comptable de la normalisation internationale, l'IFRS<sup>192</sup>, dans ses objectifs majeurs « facilitate exchange and comparability of financial data ». C'est la comparabilité, en particulier par rapport à un référentiel commun, qui fait la transparence, crée donc la confiance et diminue par-là les coûts de transactions (mais pas les coûts de production, qui sont normalisés par d'autres standards orientés processus).

### **La géographie de la confiance : ici mieux que là-bas. La généralisation du « home bias », ou biais national.**

Une des caractéristiques physiques des marchés financiers et de leurs produits est d'avoir, pour la majorité d'entre eux, une base nationale, un domicile, souvent liée à leur fiscalité. Cela se lit jusque dans le nom international des valeurs (le code ISIN<sup>193</sup>) qui débute par le code du pays de l'instrument financier. Les rares produits sans code pays, dit « stateless ou homeless securities » sont les émissions internationales. Une multitude d'études académiques et professionnelles ont révélé combien la réalité des portefeuilles constitués par les gérants était loin de la logique des théories de gestion portefeuille<sup>194</sup>. Le biais domestique national, n'est pas une hypothèse mais une réalité de gestion, contraire au « bon sens » de la théorie, que chacun peut observer en consultant les portefeuilles à contenu public (par exemple celui de CALPERS<sup>195</sup>, le plus grand fonds US). Le fait national perturbe bien la logique d'investissement. Il arrive même à provoquer la création d'actifs nationaux en travestissant des actifs étrangers.

C'est le cas extrême des ADR (American Depositary Receipt, ou leurs clones européens) qui « habillent » en actifs américains des actifs étrangers, qui changent ainsi de nationalité et deviennent plus facilement éligibles aux portefeuilles nationaux US. Ce processus (les ADR) d'un chauvinisme économique invraisemblable, même si parfaitement techniquement justifié par le droit, la fiscalité ou les usages, est archétypal du marquage des FAPS par la culture nationale.

---

<sup>191</sup> Institute of International Finance sur [www.iif.com](http://www.iif.com) . Nous avons bien conscience que les objectifs affichés peuvent parfois être différents des objectifs réels.

<sup>192</sup> International Financial Reporting Standards [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)

<sup>193</sup> Code ISO 6166 ou code ISIN international securities identification number.

<sup>194</sup> Ce biais est très régulièrement analysé dans les articles du FT-fm (fund management) qui reprennent des études de revue de gestion spécialisées. Shiller dans son ouvrage prédictif et ironique, « exubérance irrationnelle », a confirmé par l'analyse et les faits combien la réalité était éloignée des hypothèses de la gestion rationnelle de portefeuille.

<sup>195</sup> California Public Employee's Retirement System. Le plus grand fonds de pension américain Voir le portefeuille et son allocation nationalement biaisée d'environ USD 235 milliards sur [www.calpers.ca.gov](http://www.calpers.ca.gov)

Il est parfois étonnant de voir combien la nation est la grande oubliée des approches académiques. Quand elle existe elle n'est souvent qu'une strate historique, une donnée, un existant et pas une production contemporaine, à qui se heurte le développement des échanges. Et jamais une réalité moderne qui s'immisce dans et contre des flux marchands pré-existants. Ce que nous apprend l'histoire c'est que le flux marchand est presque par nature non-domestique. Ce que mon voisin peut produire je peux le produire aussi dans une logique non-marchande. Mais pas nécessairement ce que le producteur éloigné peut me fournir. Est-ce un hasard si des produits comme l'huile, le fer ou le sel sont des produits supports d'échanges internationaux depuis la plus haute antiquité? Nous sommes à l'inverse de l'avantage comparatif ricardien : les nations ne se spécialisent pas, elles se « posent » sur des flux marchands qui les dépassent et leur préexistent. Et si elles se posent sur des flux marchands elles le font aussi sur les flux financiers qui les accompagnent, et ce faisant, les déforment et les marquent.

Simmel résume ainsi cette proposition « pour des raisons très fondées, le commerçant est au début même des échanges économiques, un étranger : tant que les milieux économiques restent étroits et ne connaissent pas une division du travail raffinée, l'échange ou l'achat direct suffisent encore aux nécessités de la distribution ; on ne commence à recourir au commerçant que pour se procurer les biens produits au loin...non seulement le commerçant est un étranger mais encore l'étranger s'avère à devenir un commerçant<sup>196</sup>». Polanyi voit la création de l'espace économique national sous le même modèle (la nation se pose entre une activité locale et une activité marchande lointaine préexistantes aux états nations).

C'est bien le rôle du FAPS : rapprocher deux bilans distants et étrangers. Rendre proche ce qui est éloigné. Et nous supposons que plus l'autre bilan est « étranger » plus le FAPS doit produire de confiance et être solide. D'où l'attraction « naturelle » vers des actifs domestiques, le home bias, puisque deux bilans ayant même domicile sont plus proches (en termes de droit, de culture, de distance, de fuseaux horaires...etc) et ont donc besoin d'un FAPS moins puissant.

## ***27 – Etat de la littérature: la terra incognita des complexités de la production financière.***

Un sujet peu exploré dans un champ d'analyse où domine l'exécution

Comment concrètement produire un actif financier ? La question n'a donc pas, semble-t-il, provoqué beaucoup de réponses et de propositions académiques. On peut légitimement se demander pourquoi quand les domaines des marchés financiers attirent tant d'analystes et de chercheurs.

En d'autres termes pourquoi ne débatons nous pas de production financière ? Pourquoi une telle absence de littérature et un manque d'intérêt politique.

---

<sup>196</sup> G.Simmel. Philosophie de l'argent. Page 264. PUF. 2009. 662 pages.

Osons une hypothèse de travail utilisant la présentation de Mankiw : les ingénieurs sont rebutés par la grande complexité de la réalité et ses myriade de déclinaisons nationales et les scientifiques basent leurs réflexions sur une axiomatique qui les ignore et se focalise sur les prix.

Donc ce sujet de la production financière reste terra incognita. D'autant plus que s'intéresser aux aspects concrets de la production c'est par construction faire un travail inter-disciplinaire. Et donc relance un débat épistémologique permanent.

Cela semble, pour certains au moins, une idée désormais conquise : la rationalité des acteurs du monde du financement n'est pas nécessairement celle décrite et utilisée par le main stream. Les faillites personnelles spectaculaires de R.C Merton devraient nous le rappeler. Formalisations élégantes hors éléments de contexte ne donnent que peu de savoir pour prévoir, et donc de prévisions pour pouvoir (pour reprendre la formule de Comte).

La question ne se pose évidemment que dans le monde de l'economics stricto sensu. Georg Simmel, Gabriel Tarde ou Max Weber on décrit bien avant Herbert Simon ou Daniel Kahneman une autre forme de rationalité ou une rationalité limitée. Et la lecture de la description de l'accumulation primitive chez Marx, si précise et documentée, semble plus être œuvre d'historien que d'économiste dans sa critique de l'économie politique. Et que dire du Speenhamland Act et ses effets économiques et sociaux dans la description de Karl Polanyi ?

Une question est donc de savoir pourquoi est-ce à Keynes que la majorité académique attribue aujourd'hui l'invention des esprits animaux, c'est-à-dire d'un comportement non-individualiste et économiquement non-optimisateur ? On a l'impression que pour rendre définitivement crédible l'intrusion d'un autre type de calcul (ou de classement), ou des autres sciences sociales, dans le monde de l'economics l'autorité morale de Keynes est nécessaire. Que le véritable initiateur des « esprits animaux » au sens large, en fait une partie des éléments de contexte, se doit d'être l'auteur de la théorie générale. Depuis les premiers travaux sur la rationalité limitée, la psychologie a fait définitivement son entrée dans l'économie (avec le prix de D.Kahneman<sup>197</sup>) mais les acquis de la sociologie et de l'anthropologie ont tout juste entrouvert la porte de l'economics (en dehors de l'école institutionnaliste). Et nous en avons besoin pour comprendre le fonctionnement d'un système concret de production (ce ne sont pas les coûts qui expliquent l'absence de charcuteries dans certaines nations).

Nous ne parlons ici bien sûr que d'un état de la littérature sur le sujet de la production financière, pas d'un état de l'economics<sup>198</sup> en général. Etat qui finalement ne fait peut être que refléter plus d'un siècle d'échanges entre les partisans de l'individualisme méthodologique et ceux de l'approche holiste. Il s'agit donc de l'opposition traditionnelle entre les formes prises par l'interdisciplinarité et les calculs d'optimisation qui savent si mal mélanger plusieurs paradigmes de sciences sociales. C'est l'opposition

---

<sup>197</sup> Kahneman, comme Nash, affirme n'avoir jamais suivi le moindre cours d'économie. Voir [www.nobel.org](http://www.nobel.org)

<sup>198</sup> J'ai pu vérifier qu'évoquer l'article « fondateur » de Paul Krugman dans le New York Times de Nov 2009 provoquait dans le monde académique une émotion sans rapport avec son contenu pourtant assez descriptif et peu réellement polémique. Krugman serait-il devenu pour les économistes ce que Michel Onfray est aux psychanalystes ?

méthodologique réexpliquée par G.Mankiw (cf infra) entre macro économistes ingénieurs et les macro-économistes scientifiques. En d'autres termes l'approche radicalement différente entre le producteur de changements et de solutions aux problèmes pratiques, et le chercheur de lois et de principes théoriques. Nous sommes ici si proches de la célèbre question de la XIème thèse sur Feuerbach<sup>199</sup>: interpréter le monde ou bien le transformer. Et ce pour reprendre l'esprit de l'article de Mankiw déjà cité<sup>200</sup> (y compris son avertissement « the story I tell is not one of good guys and bad guys », page 5) qui nous semble illustrer notre sujet. Les « interprétateurs » ne s'intéressent pas au sujet de la production financière qui de plus est peu formalisable de par le nombre d'interactions à modéliser (loin des maths peu de salut<sup>201</sup>), les « transformateurs » qui manquent encore cruellement de matériaux pour se mettre au travail et saisir la réalité du monde sensible non pas sous la forme d'objet ou d'intuition, mais en tant qu'activité humaine concrète, en tant que pratique en devenir<sup>202</sup>.

Merton résume ainsi le sujet et confirme le peu d'intérêt du main stream pour la production concrète: « by itself, however, neoclassical theory (*les scientifiques*) provides little prescription or prediction on the institutional structure of financial systems – that is the specific kind of financial intermediaries, markets, and regulatory bodies (*i.e FAPS- ajout PL*) that will or should evolve in response to underlying changes in technology, politics, demographics, and cultural norms.<sup>203</sup> »

C'est vrai qu'il est difficile d'imaginer l'économie orthodoxe définir et prévoir la crise de capacité de la fin des années soixante aux USA qui conduisit à la création contrainte de DTC et encore moins la crise des suspens de bourse vingt ans plus tard en France. Ces deux crises ont existé parce que le système de production d'actifs et sa capacité étaient négligés, voire ignorés. Les capacités réelles de production des systèmes financiers, et donc leurs goulots d'étranglement, n'appartiennent pas au monde académique. Ce n'est même plus un sujet d'ingénieur mais de simple technicien. Même si ces deux histoires financières récentes on ne peut plus concrètes ont conduit à des gaspillages de plusieurs dizaines de milliards de dollars<sup>204</sup>.

Pour prendre un autre exemple concret de l'approche scientifique décrite par Mankiw: doit-on comme dans l'article déjà cité de JC Rochet<sup>205</sup> à partir de quelques hypothèses raisonnables (bien que pratiquement, positivement, erronées, y compris le modèle fonctionnel) et d'un calcul montrer par déduction les meilleures conditions d'équilibre et

---

<sup>199</sup> Marx. Thèse XI sur Feuerbach. 1845. « Les philosophes n'ont fait qu'interpréter le monde de diverses manières, (mais) ce qui importe c'est de le transformer ».

<sup>200</sup> Gregory Mankiw The Macroeconomist as Scientist and Engineer. July 2006. Harvard Institute of Economic Research. N° 2121, 29 pages

<sup>201</sup> Voir Paul Samuelson. Economic theory and mathematics. An appraisal. American economic review. N° 42. 1952.

<sup>202</sup> On nous pardonnera ce mauvais plagiat de la thèse I sur Feuerbach.

<sup>203</sup> R.C Merton . Design of financial systems. Article cité. Page 1.

<sup>204</sup> Un demi-milliard de dollars représente le coût de 1.500 comptables pendant trois ans. La crise française des suspens de 1987-1989 a mobilisé bien plus d'efforts.

<sup>205</sup> JC Rochet et F.Charbonnier. Toulouse School of Economics. “Vertical Integration and Regulation in the Securities Settlement Industry ». 30 may 2010. 19 pages A noter qu'au même moment la commission européenne reconnaît la difficulté de traiter d'un sujet (les dépositaires centraux) sur la définition duquel personne ne s'accorde ! Même sur la signification de l'acronyme : pour JC Rochet un CSD est un « central security deposit » (sic), document page 2, l'appellation ne fait donc pas consensus alors que déjà normalisée par le CPSS.

d'allocation d'activités custodian-dépositaire central (i.e chercher une loi). Et penser obtenir mathématiquement une « preuve » de l'hypothèse sous revue<sup>206</sup> alors que l'objet lui-même et ses fonctions ne sont pas définis, ni formellement ni pratiquement. Ou au contraire tenter au moyen d'une gigantesque boîte à outils multi disciplinaire, sans doute peu maniable (tout comme la réalité), de démêler l'écheveau complexe de la création et de l'évolution d'Euroclear ou de DTCC dans la complexité de leurs dimensions culturelle, historique et financière mais aussi tout simplement fonctionnelle (i.e que font-ils ?). Ce qui permet de travailler réellement sur des questions comme : faut-il ou non participer à T2S ? T+1 a-t-il un sens pour le marché actions, la dématérialisation juridique a-t-elle un sens économique, le monopole des transporteurs de données financières est-il un enjeu de démocratie, etc. Autant de questions qui se retrouvent concrètement soumises un jour au vote du parlement sur la base de rapports d'experts.

Autre exemple sur une approche pluridisciplinaire d'ingénieur institutionnaliste : le problème des pensions, cœur du marché financier mondial. C'est bien la démographie, les choix politiques, les valeurs nationales et la sociologie de la famille qui en font le plus grand challenge financier de tous les temps (de l'ordre de 5.000 à 10.000 milliards de dollars par an<sup>207</sup>, soit entre 7% et 15% du GDP mondial, voir plus haut). Problème qui, connu depuis 1920 et étudié depuis 1945 reste de par sa complexité globale (croissance, population, immigration, travail, genre, taux d'épargne et d'activité...et bien sûr les techniques financières possibles et leurs différentes compositions) sans le début d'un accord sur le moindre principe structurant. Ce qui fait que les « scientifiques » en restent éloignés et que les « ingénieurs » tentent chaque jour de nouveaux compromis de propositions de reconstruction.

### ***Production d'actifs : un sujet avec trop d'interactions globales évidentes***

Essayons d'être plus clair sur ce sujet de l'état de la littérature en nous résumant.

La production financière concrète est par nature hors du domaine du main stream qui se focalise sur équilibre et prix et pas sur la production concrète et ses unités de production. La question de la production d'actifs financiers n'est d'ailleurs, rappelons-le, pas posée. Il est donc normal de ne pas trouver de modèle concret dans ce courant analytique. De même l'étude de la production financière n'a pas encore atteint les approches non-orthodoxes et holistes du fait de l'incroyable complexité des systèmes de production en particulier dans leurs composantes historiques, sociétales et légales. Ce n'est pas leur faire injure que dire que très rares sont les professionnels eux-mêmes qui maîtrisent l'ensemble de la chaîne de production (ce qui est identique dans toutes les industries complexes comme par exemple l'automobile. Le motoriste n'est pas l'assembleur, et l'assembleur n'est pas fabricant de pneumatiques). C'est ainsi que l'on arrive à fabriquer intellectuellement des modèles de marché gravement tronqués, par exemple, de leurs composantes juridiques ou sans leur articulation autour de la distribution de données de marché (FIS : Financial Information Services), ou bien encore sans les règles de gestion imposées par les SRO (Self Regulated

---

<sup>206</sup> Idem page 14, « Proof »

<sup>207</sup> Voir un résumé des problématiques, déjà évoquées plus haut, dans le trimestriel OECD « Pension in Focus »

Organisations). Ce qui rend ces modèles en grande partie inopérants. Ce travail concret du « comment ça marche et que font-ils vraiment » nous semble être plus un projet qu'une réalité<sup>208</sup>. ***Il y a peut-être une ethnographie globale du monde financier qui demeure à réaliser***<sup>209</sup>. Mais le pas à franchir semble hésitant devant le peu d'attrait du sujet. Qui va dissenter avec plaisir sur les identités fonctionnelles et différences matérielles des CSD, ICSD, Common Depositaries et Transfer Agent (mêmes fonctions pour des organisations différentes) ?

Une crainte de choisir les mauvais éléments dans l'opération nécessaire de simplification de la réalité est sans doute aussi à l'origine du vide académique. Ne prendre que quelques éléments (carnet d'ordres et post marché pour reprendre un sujet courant) n'explique rien, et tenter de les reprendre tous c'est courir le risque de se perdre ou de mal maîtriser un rôle. A notre connaissance, aucun modèle n'a aujourd'hui démontré que le rôle des SSS, des FIS ou des CRA<sup>210</sup> était moins important pour les marchés de taux ou de fonds que les trading venues. Il n'y a pas de maillon plus ou moins important dans une chaîne de production (mais il peut y en avoir des faibles). Ce risque de regarder au mauvais endroit nous semble être celui qui s'est réalisé avec les rapports Giovannini qui rendent responsable de l'inefficacité du marché européen la partie pourtant la plus productive représentant environ 1% du total des frais de production.

### ***Le risque de la vision globale.***

Si la vision globale explique et décrit mieux elle n'est pas non plus sans risque. Nous avons donc ici bien en mémoire les recommandations de Paul Samuelson<sup>211</sup> : « there is no use for a general synthesis because we never know just what mixture of bodies of knowledge – « knowledge mix » - will be best suited for the concrete cases that we may run into. One case may call for a synthesis of social psychology, cultural anthropology and economics ; another for a synthesis of public health, law, and economics ... The time to synthesize is when we wish to explain or diagnose particular situation or to predict or control particular events. Reality is complex and no single field of knowledge can suffice for grappling with concrete cases. *Application of theory means, or should mean, synthesis of the finding of several disciplines.* But synthesis in the abstract serves no good purpose». C'est exactement pourquoi nous utilisons le mot « concret » si souvent dans notre propos. Pour utiliser toutes les boîtes à outils des différentes disciplines qui permettent de mieux rendre compte, de mieux décrire, une réalité apparemment directement observable.

---

<sup>208</sup> Nous avons au milieu de nombreux exemples de monographies académiques sur un des composants de marché, trouvé un article exemplaire de 2006 sur l'agencement très concret d'un hedge fund où deux sociologues partisans de l'actor-network theory de M.Callon décrivent dans le détail une journée passée avec un gérant. Ce type de travail scientifique apparemment simple (que veut dire concrètement, au quotidien, gérer un hedge fund ?) nous semble encore manquer en finance de marché. Cf I.Hardie et D.MacKensie. May 2006. Assembling an economic actor: the agencement of a hedge fund. 49 pages. University of Edinburgh.

<sup>209</sup> Par exemple établir le classement de la hiérarchie perçue (le classement) de tous les métiers des FAPS selon les pays, et ses liens étroit avec le marché et le coût du travail financier. En effet rien ne semble plus nationalement marqué que ce classement. Dans les salles de marché à Londres, très cosmopolites (en 2000), les technicités recourent statistiquement les nationalités.

<sup>210</sup> Securities Settlement System, Financial Information Services, Credit Rating Agencies.

<sup>211</sup> Article cité page précédente, page 69



Il est à noter que Paul Krugman, dans les références plus récentes, fait également régulièrement appel à une recherche en économie plus concrète et plus orientée vers la recherche des faits bruts, recherche seule capable à ses yeux de réorienter positivement l'économie vers plus d'efficacité<sup>212</sup>.

***Exemple: privation d'une liberté et droit du titre.***

Dans le monde de la production financière de nombreux processus importants ne peuvent s'expliquer (et ne sont pas expliqués) par aucun des différents paradigmes de l'économics. C'est le cas, simple illustration, de la dématérialisation des titres. Cette opération n'est pas une opération technique à vocation fiscale et productiviste, comme on pourrait le penser, mais d'abord un profond changement du droit de propriété qui altère la liberté des agents. En termes simples le droit de détenir ses avoirs chez soi et anonymement (titre vif ou bearer form). C'est une institution majeure entre toutes : la matérialisation du droit de propriété. Imaginons qu'on nous interdise pour beaucoup de bonnes raisons (sécurité, hygiène, productivité...etc.) l'usage des pièces et billets pour nos paiements. Cette interdiction d'anonymat de la détention nous semblerait sans doute une atteinte grave à notre liberté, à nos droits, à nos usages. C'est pourtant bien ce qu'on fait de nombreux pays latins pour certains actifs financiers. Ce droit de propriété du titre, si l'on en croit notre fil conducteur (les cultures nationales devraient modeler les FAPS locaux) devrait donc être différent selon les cultures. Et c'est bien le cas. Réalisé depuis longtemps dans les cultures latines et centralisatrices héritées de Rome et du catholicisme cet important projet domestique résiste encore dans le monde anglo-saxon. Il est étonnant de voir que la dématérialisation a été prévue dès 1981 et réalisée en 1983 en France<sup>213</sup> comme un processus légal provoqué et voulu par l'état central sans alternative de détention. C'est-à-dire avec un mode unique et obligatoire de détention des titres : l'inscription en compte. Et donc comme interdiction que le droit de propriété puisse être incorporé dans un titre physique (comme un billet de banque centrale). Plus de trente ans après les anglo-saxons des deux côtés de l'Atlantique résistent toujours à cette interdiction. Mais bien sûr pas à la pratique du transfert par inscription en compte qui est techniquement équivalente mais juridiquement opposée. Est-il raisonnable de penser qu'il y a bien un lien entre les pratiques des pays des « obsédés » de l'égalité et de la liberté si bien décrit par Tocqueville et celles des pays centralisateurs latins où la réforme luthérienne a échoué. Il nous semble qu'il y a là un exemple simple d'un élément financier complexe structurant inexplicable par les paradigmes économiques et facilement révélés par l'anthropologie culturelle ou plus simplement (car moins ambitieuse) l'école du management interculturel. Nous reviendrons plus en détail sur cet exemple dans notre deuxième partie. Il convient déjà de noter que beaucoup de chercheurs académiques et de praticiens sont déjà réticents à accepter la simple réalité observable (état du droit du titre aux USA) comme une manifestation légale d'une différence culturelle, qui ne peut bien sûr se trouver dans un paradigme économique orthodoxe.

---

<sup>212</sup> Voir par exemple une longue interview de P.Krugman dans le FT du 29 mai 2012, ou son dernier ouvrage « The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. » 2009 repris de l'ouvrage de 1999.

<sup>213</sup> Pour les titres, les instruments du marché monétaire attendront presque 10 ans de plus.

Reprenons sous une forme simplifiée notre schéma de la page 30. C'est bien ce système central reliant investisseurs et émetteurs pour lequel nous essayons d'imaginer la source du désintérêt politique<sup>214</sup> et académique.

Nous y remplaçons donc les frictions (coûts de transaction) par un processus de production. *Et donc des coûts de production remplacent, en partie, des gaspillages de frictions.* Nous renversons donc la vision désormais classique où les acteurs du marché financier sont des générateurs de coûts de transaction. L'objet de cette production est la production d'un actif immatériel de confiance (i.e de crédit).

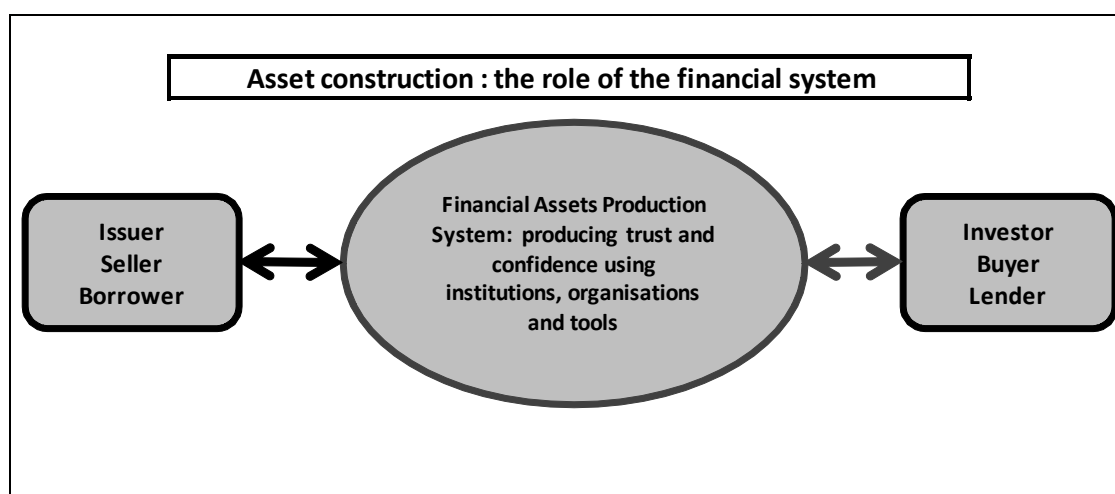


Figure 10 Production de l'écriture de crédit. Source PL.

Revenons sur cette composition, sur cet arrangement des composants du système de production avec un exemple : les véhicules financiers, ou plus simplement les bilans spécialisés. Appelés SPE (Special Purpose Entity) aux USA ou SPV (Specific Purpose Vehicle) en Europe ils occupent une place centrale dans la finance de marché contemporaine. Un véhicule c'est un bilan (donc un actif et un passif qu'il s'agit de structurer) et une nationalité (une domiciliation). A l'occasion de la fabrication de la confiance un ingrédient va parfois manquer ou être inadapté. Ils doivent donc permettre à l'investisseur d'obtenir exactement le produit et le niveau de risque qu'il désire. L'organisation générale de marché, le FAPS, va donc ajouter le bon bilan au bon endroit, ou plus généralement les bons bilans aux bons endroits (c'est-à-dire dans les domiciliations, les nationalités, adéquates). Et éventuellement structurer ces bilans pour les « lotir » (exemple : tranche de risques au passif ou à l'actif) et les isoler le plus possible de leur promoteur (bankruptcy remote).

<sup>214</sup> Alors que, rappelons-le, des efforts importants du régulateur sont faits sur l'exécution et la post-exécution de titres simples. Rien n'étant fait, apparemment, sur la chaîne globale et les titres plus complexe comme les fonds d'investissement.

Ceci commence simplement par un fonds retail aussi simple qu'une SICAV. Cette dernière a pour but principal de faire bénéficier des prix de gros (ou de l'accès au marché de gros) à la clientèle retail. En d'autres termes pour plus d'efficacité financière on va fabriquer des coûts de transactions supplémentaires en rajoutant des agents dans la chaîne d'intermédiation. L'usage de ces véhicules est très répandu sous toutes ses formes même si, comme déjà évoqué, « As a result, serious deficiencies in the understanding and risk management of these SPEs were identified »<sup>215</sup>. Les véhicules ne font pas l'objet de beaucoup d'attention académique et jusqu'à la crise des subprimes, hors fonds d'investissement, étaient négligés du régulateur en tant que générateur de risques systémiques. Ce dernier, en pratique constante et en bonne logique de main stream,, s'intéressant plus à la fabrication des prix qu'à la fabrication des actifs eux-mêmes.

***Le succès d'un produit peut dépendre de sa nature juridique, culturellement marquée.***

L'exemple de la SICAV résume un peu notre propos. En Europe continentale deux types de fonds d'investissement existent : ceux sous forme de société et ceux sous forme d'indivision (contractuelle). Alors que les anglo-saxons en possèdent de trois formes dont une dominante : contractuelle, société et trust. Le trust étant une des caractéristiques du droit de common law et une très ancienne différence de type de propriété avec le droit civil<sup>216</sup>. Cette forme inconnue des autres « civilisations juridiques » nuit bien sûr à la diffusion globale (cross border) de fonds existant sous cette forme dans les pays anglo-saxons.

Par les SPE on voit comment évolue la fabrication d'un actif, c'est-à-dire une relation globale en articulant des composants. C'est bien l'ensemble des interactions de toute la chaîne de production d'actifs qui en fait l'efficacité. Le meilleur gérant du monde, pour reprendre l'exemple ci-dessus, commercialisera (émettra) moins bien ses parts/actions de fonds si elles ne sont pas juridiquement des UCITS, en particulier luxembourgeois existant sous forme de société et d'indivision. Gardons bien en mémoire ce mot de North: « institutions determine the payoffs ». Polanyi avait déjà montré que l'économie réelle ne peut se concevoir sans institutions.

**Nationalité des composants de marché. Domination d'une économie et donc de ses outils et de ses règles du jeu.**

Ce bref paragraphe uniquement pour rappeler la très forte concentration et contrôle du FAPS global par les opérateurs nord-américains. Cette domination est telle que la finance de marché est parfois présentée comme l'activité des CIB américaines. Et ses manières de faire comme application de règles du jeu et organisation nord-américaines.

Bien sûr les plus grands émetteurs (publics ou corporate) sont US. Mais aussi, faut-il le rappeler, la plus grande industrie de fonds d'investissement domestiques et surtout de

---

<sup>215</sup> BIS-BCBS Report on Special Purpose Entities September page 9. 2009. 115 pages. Une bible pour la compréhension de la finance contemporaine basée sur l'utilisation de véhicules, à commencer par les fonds d'investissement (bien que ceux-ci ne soient pas traités dans l'étude BIS).

<sup>216</sup> Voir La Porta Law and Finance 1997 sur le sujet.

fonds de pension du monde<sup>217</sup> (plus de 10.000 et 15.000 milliards de dollars respectivement. (Source EFAMA). En termes de stock l'état financier du monde est si déséquilibré que l'on peut s'étonner de découvrir quelques statistiques. Un simple exemple. 5% de la population mondiale vit dans deux pays (UK, USA) qui émettent 50% des titres actions du monde<sup>218</sup> !

Sont aussi anglo-saxons les plus grand(e)s :

- CIB (60% de l'activité mondiale des CIB est US. Source Bloomberg)
- Equities trading venue (NYSE-Euronext, LSE)
- FIS (Bloomberg et Thomson-Reuters ont plus de 60% du marché mondial à eux deux)
- Les organismes de normalisation et de transport (SWIFT est contrôlé par les CIB US)
- La production de savoir financier (les MBA US sont devenus la norme dominante de production de savoir-faire)
- Les CSD et ICSD. 12 des 17 membres du board de Euroclear sont US.
- Les global custodians : les 4 majors sont US et représentent plus de 60% de la conservation mondiale, ce qui en fait le marché global le plus concentré du monde.
- Les plus importants Asset Managers (liés au CIB ou indépendants)
- Et bien sur la lingua franca (le « globish », ou mauvais anglais) qui permet les échanges, et d'une certaine manière les structure. Pensons au terme « compliance » et les difficultés soulevées par la traduction de ce terme (entre conformité et éthique)

Il est peu probable, mais reste bien sûr à montrer, que la nationalité d'origine de ces acteurs soit sans effet sur leur fonctionnement et leur structuration, comme nous venons de le voir avec l'exemple de la dématérialisation légale. La nation ce sont des formes prises par les institutions, et les « institutions determine the payoff » (selon le mot de D.North déjà cité).

Nous sommes donc face à un fait national curieux, une concentration anglo-saxonne très forte en dépit d'une origine souvent non-anglo-saxonne (italienne, allemande) de la majorité des innovations financières. Si petites soient-elles, elles supportent le mouvement de contrôle global des flux. F.Braudel nous le rappelle : « car puissance, suprématie, zones d'influence...est-ce souvent autre chose que des détails techniques : voiles, rames, gouvernails, profils des coques, tonnages des navires<sup>219</sup> ». On dirait aujourd'hui : taille des bilans, droit en usage : propriété et contrat, techniques de financement des retraites. En fait, l'ensemble des détails techniques du système de production d'actifs qui en fait un ensemble plus ou moins robuste et fiable.

---

<sup>217</sup> Même si individuellement le plus grand fonds du monde reste ADIA. Abu Dhabi Investment Authority, qui avec presque 1.000 milliards de dollars d'assets reste le premier mondial (en 2009).

<sup>218</sup> Source World Federation of Exchange [www.wfe.org](http://www.wfe.org)

<sup>219</sup> F.Braudel. La Méditerranée. Tome 1 La part du milieu, page 146. Poche. 533 pages.

## **28 - Oui, les FAPS ont une culture car ils ont et sont une histoire<sup>220</sup>. Un environnement théorique de transition de l'homo economicus vers les homines culturales.**

Si les FAPS ont une histoire, et il nous semble difficile sauf par une volonté d'abstraction et de simplification abusive de le nier, alors ils doivent avoir une ou des cultures sous-jacentes. Les systèmes de production d'actifs ne se sont pas auto-constitués en une nuit. La maturation de leurs composants a pris des siècles et se perpétue en un mouvement presque constant<sup>221</sup>. Pourquoi donc ne pas trouver trace significative dans l'économie financière dominante de cette apparence qui ressemble fort à une évidence: le système de production d'actifs se constitue historiquement à partir des groupes économiquement dominants (marchands-banquiers italiens du XIV<sup>ème</sup>, banquiers juifs ou protestants, participants aux foires de changes...). Puis très tardivement semble accompagner une domination nationale (ex UK, USA). Thomas Kuhn nous le rappelle « la science normale n'a jamais pour but de mettre en lumière des phénomènes d'un genre nouveau ; ceux qui ne cadrent pas avec la boîte passent même souvent inaperçus<sup>222</sup> ». La finance de marché étant dominée par l'approche panglossienne<sup>223</sup> elle n'a aucune raison d'intégrer des éléments totalement exogènes à sa boîte à outils. Elle continue même à soutenir des positions théoriques que séries chronologiques, l'histoire et l'industrie contestent comme l'exemple du mythe du rendement des actions supérieur au produit de taux<sup>224</sup>. G.Strumeyer appelle cela « sorting out fact from fiction » (fiction théorique bien sûr).

En fait de « facts and fiction » le besoin de travailler sur le réel, de le modifier et pas uniquement d'identifier les lois qui le régissent, conduit et oblige à l'enrichissement de l'homo economicus. Et de plus en plus à l'interdisciplinarité en suivant ainsi les recommandations de P.Samuelson rappelées plus haut. Ou plus simplement de Keynes « trop de récentes économies mathématiques ne sont que pures spéculations ; aussi imprécises que leurs hypothèses générales, elles permettent aux auteurs d'oublier (*« to lose sight » soit « perdre de vue » dans l'original anglais, et il nous semble plus s'agir de perte de repères dans le réel que d'oubli*) dans le dédale des symboles vains et prétentieux les complexités et les interdépendances du monde réel»<sup>225</sup>.

Ce vieux débat n'étant plus celui de la formalisation et du calcul : il nous semble qu'aujourd'hui plus personne ne conteste que les agents calculent. « Eppure calcolano ! Yes homo economicus really does exist » rappellent Callon et Abolafia<sup>226</sup>, pourtant sociologues.

Le vrai problème opérationnel et académique semble plutôt être celui de la définition et de la nature de leur périmètre de contrainte. « What we expect from sociology is not a more complex homo economicus but the comprehension of his simplicity and poverty »<sup>227</sup>.

---

<sup>220</sup> Ce mot est emprunté à Lucien Malson dans « Les enfants sauvages ».

<sup>221</sup> Voir annexe 1 sur quelques composants.

<sup>222</sup> T.Kuhn. La structure des révolutions scientifiques. Flammarion 285 pages. 2008 page 46

<sup>223</sup> Si le mot a été remis à la mode par l'article « provocateur » de Krugman dans le NYT, il est repris de Keynes dans la théorie générale page 57 Payot. 1971.

<sup>224</sup> Schiller dans « l'exubérance irrationnelle » mais aussi des analystes techniques comme « Fixed income securities, understanding the bond market ». G. Strumeyer. Edition Wiley 2005. 514 pages.

<sup>225</sup> Théorie générale, page 299 Payot. 1972.

<sup>226</sup> Callon , Abolafia and alter. The laws of the market. Page 50 Blackwell publisher. 1998.

<sup>227</sup> Id page 50

L'histoire de la monnaie nous donne un exemple simple et puissant d'emprunt interdisciplinaire fécond. Les manuels d'économie monétaire rappellent presque tous la simplification de la présentation du bimétallisme dans l'histoire monétaire. Le choix entre l'or et l'argent pour la circulation physique. Alors que c'est bien le tri-métallisme qui a régné pendant des siècles et initié la vraie marchandisation des échanges (au sens M-A-M de Marx). La monnaie de billon qui n'a de valeur que par le fait du Prince, par son crédit, signifie bien plus pour la finance que le rôle des marchandises argent ou or. Le bimétallisme n'est qu'une abstraction théorique, sans doute utile, qui rend mal compte de la réalité marchande<sup>228</sup> et du rôle et de la nature de la monnaie. Pourtant actif financier incontournable dans l'analyse de la réalité financière.

Cependant, et sans rupture « kuhnienne » (qui aurait été ici pourtant bien justifiée) un mouvement semble se créer pour arriver à une sorte de paradigme de consensus entre l'homo economicus et les homines culturales<sup>229</sup>. Merton espère même de ses vœux une synthèse rapide « of the neo-classical, neo-institutional, and behavioral perspective »<sup>230</sup> comme si elle était méthodologiquement possible. Mais comment mélanger un paradigme où prix et allocations sont neutres par rapport aux institutions et un autre paradigme où ils sont expliqués par les institutions ?

Si vraiment l'économie est une théorie des choix (« so far so good » comme dit D.North) et la sociologie ou l'anthropologie culturelle les théories de l'absence de choix (le software of the mind de Hofstede) comment générer des échanges positifs, enrichissants, entre disciplines : c'est pourtant la base de la nouvelle économie institutionnelle<sup>231</sup>.

Nous ne prendrons bien sûr pas partie dans ce débat épistémologique sans fin : quel est le véritable objet de l'économie (le calcul d'optimisation ou les conditions sociales de production et de circulation des marchandises). Mais il nous semble que l'échelle d'intégration des autres sciences de l'homme dans l'économie, au sens réduit de l'étude des flux marchands et de leurs conditions de production, est aujourd'hui, malgré tout, assez ouverte. Elle part de la rationalité limitée qui modifie simplement les calculs de l'optimum ou de l'équilibre, s'enrichit de l'analyse des biais cognitifs anthropologiques (communs), en passant par les rôles des groupes, des institutions et des identités, et va jusqu'à à la dissolution complète de l'économie dans les essais de création d'une économie culturelle. Celle où les processus marchands et donc financiers sont vus comme expression d'automatismes culturels, donc cohérent avec certaines cultures et moins avec d'autres. Ce que finalement Tocqueville ou Weber avaient supposé.

Nous allons donc dans une deuxième étape choisir notre apport externe. Et corroborer que cet apport peut nous éclairer un peu sur le fonctionnement domestique et global des FAPS. Ces derniers ont pourtant une vocation « pure » en toute logique fonctionnelle, c'est-à-dire non conditionnée par le contexte. Un marché devrait en toute rationalité être un marché

---

<sup>228</sup> F.Braudel. La Méditerranée. T2. Page 210. Poche. 800 pages.

<sup>229</sup> Le terme semble être du Pr Wolfgang Breuer, Aachen University.

<sup>230</sup> Article cité page 1

<sup>231</sup> [www.isnie.org](http://www.isnie.org) présente le paradigme dans plusieurs centaines d'articles

identique quel que soit le lieu. Mais alors pourquoi les marchés financiers anglo-saxons sont-ils si différents des entités européennes ?

Nous avons choisi l'école du management interculturel<sup>232</sup> pour tenter d'apporter une petite partie de la réponse. Le management interculturel nous paraît être le nom donné à une branche de l'anthropologie culturelle quand celle-ci se pratique au sein des entreprises. Le management interculturel, outil de management, est utilisé comme boîte à outils de régulation et d'évitement des conflits dans les entreprises internationales.

Nous considérerons les résultats de Geert Hofstede, et de son fils Gert-Jan qui poursuit ses travaux, comme utilisables et efficaces car prédictifs. Les vues de Hofstede depuis 1980 sont utilisées concrètement dans l'industrie financière. Il ne semble pas y avoir de théorie de Hofstede. Il n'y a de la part de cet anthropologue hollandais qu'une gigantesque enquête comportementale, de 1967 à 1973, sur plus de 120.000 salariés dans 70 pays. Le dépouillement puis la poursuite de cette enquête a permis d'identifier quatre, puis cinq dimensions (1991) statistiques très variables selon les pays<sup>233</sup>

- Power distance index PDI qui mesure les types de rapports à l'autorité et au pouvoir, et ainsi les inégalités de pouvoir dans un groupe
- Masculinity and Femininity index MFI qui qualifie la nature des relations sociales : coopération contre domination. La dimension féminine soulignée par Hofstede est celle associée au monde contemporain.
- Uncertainty avoidance index UAI qui valorise l'appétit aux changements et aux risques
- Collectivist- individualist index CII qui précise la place de l'individu face au groupe ainsi que sa liberté face à lui. Cohérence à long terme du groupe contre liberté individuelle
- Long term-short term orientation LTO qui qualifie la préférence pour le présent selon les nations

Les limites de l'approche et des découvertes de Hofstede sont nombreuses<sup>234</sup> : deux d'entre elles se doivent d'être rappelées.

1 - Hofstede le souligne lui-même : il n'y a pas d'enquête et de test qui soient eux-mêmes « culture free », c'est-à-dire qui ne soient pas marqués par la nationalité de l'enquêteur, et donc culturellement biaisés. Les dimensions de Hofstede sont des constructions d'observation, et l'observation est nourrie d'une culture.

2 - les nations administratives, réalités politiques, sur lesquelles est basée l'enquête sont à l'évidence souvent composées de nations/régions culturelles dont l'identité forte n'est pas

---

<sup>232</sup> En particulier E.Hall et G.Hofstede pour l'importance qu'ils donnent aux faits sociaux nationaux. Pour ce dernier, qui était professeur d'anthropologie à l'Université de Maastricht, les principaux résultats de synthèse de ses recherches sur [www.geert-hofstede.com](http://www.geert-hofstede.com) et [www.geerthofstede.nl](http://www.geerthofstede.nl)

<sup>233</sup> Hofstede a récemment rajouté (en 2010) une dimension supplémentaire « indulgence versus restraint » (IVR) qui mesure le rapport au luxe et aux plaisirs ou à l'austérité volontaire (un thème aux accents assez wébérien)

<sup>234</sup><sup>234</sup> Voir par exemple une synthèse des critiques méthodologiques dans Brendan McSweeney (University of Essex) « Hofstede's model of national cultural differences and their consequences : a triumph of faith – a failure of analysis ». Human relations. Vol 55 n° 1. 2002. P 89-118.

contestée. Une des questions posées par les détracteurs de Hofstede est donc assez pertinente : que mesure-t-on vraiment pour l'Espagne quand on fait la moyenne statistique de réponses de Basques, de Catalans et d'Andalous ? D'autant que l'enquête initiale a prêté le flanc à la critique en considérant par exemple la Belgique comme deux nations distincte. « The attribution of national level actions/institutions to national culture is an easy but impoverishing move...Hofstede has not demonstrated that national culture is how we think<sup>235</sup> »

Mais, même si nous acceptons la qualité des critiques méthodologiques, ces deux limitations nous paraissent mineures comparées à la richesse et à l'opérationnalité de l'approche, en particulier pour « lire » les marchés financiers<sup>236</sup>.



---

<sup>235</sup> Id Mc Sweeney page 29 du document pdf.

<sup>236</sup> Voir annexe 4 pour un exemple des matrices de Hofstede sur trois pays (UK, USA, Japon).



## 3 – L’empreinte culturelle dans les FAPS

### **31 – La force « invraisemblable » de la culture » (Raymond de Roover).**

« Les arcadiens répondirent que les grecs s’occupaient des fêtes olympiques et assistaient aux concours gymniques et aux courses de char. L’autre leur demanda quel était l’enjeu de ces luttes ; ils répondirent qu’il y avait pour le vainqueur une couronne d’olivier...en entendant dire qu’on se disputait une couronne au lieu d’argent, il ne put se contenir et devant tous il s’exclama : Ah...contre quelles gens nous as-tu fait marcher»<sup>237</sup>.

Ce qui est proche, plus de deux millénaires plus tard d’une autre logique de l’honneur qui fait qu’ « en France la hiérarchie sociale n’a jamais opposé seulement celui qui n’a pas à celui qui a, mais aussi celui qui est regardé comme vil à celui qui est regardé comme noble<sup>238</sup> ». Autres classeurs, autres classements que l’histoire nous aide à comprendre. Il est difficile d’imaginer pourquoi la finance de marché échapperait à ces facteurs d’environnement. Pourquoi elle serait un état et pas un résultat.

« L’économie politique est donc essentiellement une science historique. Elle traite une matière historique, c'est-à-dire constamment changeante<sup>239</sup> ». Bourdieu confirme: « an attempt to reunify the social sciences by working to restore economics to its true vocation as a historical science<sup>240</sup> ». L’histoire permet sans doute de mieux voir et analyser le résultat complexe qui nous entoure. Même si ce n’est pas sans d’immenses difficultés.

Il est encore plus troublant pour un économiste de voir qu’en ce début du XXIème siècle des thèmes aussi centraux et anciens comme la répartition, cœur de la pensée ricardienne des Principes de 1817, sont encore académiquement irréconciliables, incommensurables aurait dit Kuhn, pour cause d’à priori culturels. Dans son article célèbre de méthode Veblen nous le rappelle « like other men the economist is an individual with but one intelligence. He is a creature of habits and propensities given through the antecedents, hereditary and cultural, of which he is an outcome; and the habits of thought formed in anyone line of experience affect is thinking in any other<sup>241</sup> ». Avouons-le, après un si long parcours dans le monde financier international, nous avons de plus en plus de mal à cerner l’épistémologie d’une économie politique sans histoire, sans institutions et sans culture.

---

<sup>237</sup> Hérodote. L’enquête. T2. Livre VIII. Page 307. Folio 1990.

<sup>238</sup> P.D’Iribarne. La logique de l’honneur. Page 73.Points. 1993.

<sup>239</sup> Engels. L’anti Dürhing p 177 Editions Sociales. 495 pages. 1977

<sup>240</sup> The social structures of the economy page 216.Polity press. 2008

<sup>241</sup> T.Veblen Why is economics not an evolutionary science. Page 12. QJE July 1898. Pdf sur [www.virginia.edu](http://www.virginia.edu) 14 pages.

L'action, les « doable changes » de North, nous semblent dépendre principalement du contexte. Sans ce contexte peu de choses semblent interprétables et prévisibles. Illustrons d'un exemple très, trop, simple lié aux questions de répartition.

Aux USA, la pauvreté demeure un niveau absolu et quantifiable d'accès aux biens et aux services, niveau mesuré en dollars. En Europe (Eurostat) et donc en France elle est une distance en hauts et bas revenus (être pauvre, statistiquement et politiquement, c'est recevoir moins de 60%, ou 50% selon les sources, du revenu médian)<sup>242</sup>. Ce qui laisse les citoyens et analystes américains très perplexes quand ils découvrent que si par une opération de baguette magique tous les revenus réels étaient multipliés par deux il y aurait toujours exactement le même nombre de pauvres en France. Ecart d'analyse, tradition académique ou écart de perception, c'est-à-dire de valeur ? C'est ce que reflètent les enquêtes du World Values Survey : le grand clivage de civilisation entre les valeurs « self expression » (individualisme) et « survival » (logique long terme de cohérence du groupe) que l'on retrouve ici jusqu'au cœur des pratiques de l'économie politique dans la manière de compter les (ses) pauvres. En d'autres termes la France et les USA n'ayant pas les mêmes valeurs<sup>243</sup>, ces deux nations ne peuvent avoir la même vision économique, et d'économistes, de la pauvreté. Alors que le taux de pauvreté est une des mesures assez consensuelle de l'efficacité d'une économie et de comparaisons entre nations. Et donc des moyens et de la logique pour la combattre.

Absence de consensus sur l'objet, distance ou valeur absolue, alors même que ce débat scientifique évolue depuis plus de deux siècles et peut être considéré comme fondateur de l'économie politique du marché auto-régulateur. Polanyi a rappelé dans sa célèbre analyse de la nature et des effets de la loi de Speenhamland combien la pauvreté, son origine et les moyens de la combattre étaient « la » question économique et sociale du début du XIX<sup>ème</sup> siècle<sup>244</sup>.

Si l'on accepte ce constat, valeurs et culture sont notre grille de lecture du monde, alors il ne peut y avoir de raison pour que le monde financier, dont celui des marchés, échappe à cette approche. Nous n'allons pas tenter de montrer que les faits de culture nationale définissent les modèles nationaux de marchés, c'est-à-dire les manières nationales de produire des actifs financiers.

Nous n'avons pas la prétention de faire un choix épistémologique entre les visions incommensurables (Kuhn) de l'universalisme néo-classique des marchés financiers, de leur vision historique (Schmoller, Marx) ou de l'approche culturaliste des sociologues (Callon, Abolafia). Et encore moins de tenter, par manque de capacités, de développer les vues étonnamment visionnaires (bien qu'historiques) de 1944 de Karl Polanyi<sup>245</sup> sur l'encastrement-désencastrement de l'économie dans les relations sociales globales. Bien que ce thème soit probablement éclairant pour notre sujet. Mais comment penser la production et les produits financiers sans culture donc complètement théoriquement désencastrés, à la façon du main stream ?

---

<sup>242</sup> Définitions sur [www.insee.fr](http://www.insee.fr)

<sup>243</sup> [www.worldvaluessurvey.org](http://www.worldvaluessurvey.org) Valeurs : dispersion du bien/mal et du désirable/méprisable

<sup>244</sup> K.Polanyi. La grande transformation dans le chap 7 : Speenhamland 1795.

<sup>245</sup> K.Polanyi La grande transformation. Aux origines politiques et économiques de notre temps. Gallimard. 1983. 420 pages.

Nous allons simplement identifier quelques exemples où la culture nationale se perçoit dans les systèmes nationaux de production-circulation d'actifs (partie 3). Ce qui nous permettra de corroborer l'affirmation de Hofstede « no system is culture free ». Nous nous demanderons ensuite si la standardisation globale en cours ne va pas justement effacer ces strates culturelles pour nous conduire vers un modèle pur, « culture free ».

## ***32 – Créationnisme financier, darwinisme et culture***

« Economic process has an irreducible cultural component »<sup>246</sup>. Sans doute, mais il faut bien sûr préciser un peu ce que le composant culturel veut dire, et à quels référentiels il se rattache. En effet la culture peut recouvrir de nombreuses réalités parfaitement hétérogènes : métier, nation, groupe linguistique, religion, ethnie, genre...etc. Il est à noter que dans le monde académique de la gestion l'accent est naturellement mis sur la culture d'entreprise comme frein et/ou accélérateur du changement. L'école du management interculturel va, elle, privilégier le contexte national.

Que la culture nationale ait un effet sur la structuration et les institutions du marché, les historiens l'ont montré, et souvent démontré, avec une grande richesse de détails. Dans sa célèbre « Evolution de la lettre de change » De Roover conclut sur une quasi-certitude que partagent intuitivement de nombreux professionnels du marché (bien sûr expérience rime rarement avec connaissance) : les contraintes culturelles nationales observables dans la longue période sont des causes puissantes de l'état institutionnel du marché présent. « On pourrait objecter qu'il semble ***invraisemblable***<sup>247</sup> (*nous soulignons, car effectivement aucun paradigme dominant ne peut accueillir une telle vision historique*) que les banquiers aient recouru à un mécanisme compliqué – alors qu'il était si facile d'escompter des lettres de changes – dans le seul but d'éluder les défenses de l'Eglise. Il faut cependant s'incliner devant le fait que les marchands-banquiers ne faisaient pas l'escompte – leurs livres en font foi - mais dissimulaient leurs prêts sous le couvert d'opérations de changes considérées comme légitimes. La doctrine de l'Eglise a donc eu une influence certaine sur la pratique des affaires...c'est aussi en Angleterre pays protestant que l'escompte des effets de commerce se développe plus tôt qu'ailleurs ... (*et*) ne se développe pas à Amsterdam ...sans doute

---

<sup>246</sup> Michel Callon , Mitchel Abolafia & alter The laws of the markets, page 94 (quoting Di Maggio) Blackwell edition 1998. 317 pages.

<sup>247</sup> Tout comme il semble « invraisemblable » que dans la nation la plus riche et la plus légaliste de la planète, 15% des citoyens n'avaient en 2009 aucune protection sociale pour des raisons que beaucoup s'accordent à qualifier de culturelles. En fait liées à la perception de la liberté et du pouvoir introduite par la réforme et les 95 thèses de Luther. Thèse 52 : « il est chimérique de se confier aux indulgences pour le salut quand même le commissaire du Pape ou le Pape lui-même y mettraient leur âme en gage »

parce qu'Amsterdam était liée aux autres places continentales et devait se conformer à leur usage<sup>248</sup> ».

L'essentiel en termes d'approche nous semble dit ici. La culture « software of the mind » contraint et modèle la réalité, y compris financière. Notre hypothèse, qui traduit les découvertes des historiens de la finance, est que ce qui est vrai de la lettre de change et de l'Eglise, avant la constitution des entités nationales de Renan, doit l'être aussi dans le monde contemporain des nations pour les fonds d'investissement (les grands structureurs du marché contemporain, les agents qui font effectivement le marché).

La prise en compte des éléments de contextes historiques et nationaux pour analyser et expliquer un processus économique ou financier est aussi vieille que l'économie politique. Tous les paradigmes ne partagent bien sûr pas cette approche. On la retrouve pourtant déjà chez Ricardo sur le thème central, pour lui, de la répartition et de la formation du salaire : « on aurait tort de croire que le prix naturel des salaires est absolument fixe et constant, même en les estimant en vivres et autres articles de première nécessité ; il varie à différentes époques dans un même pays, et il est très différent dans des pays divers. Cela tient essentiellement *aux mœurs et aux habitudes des peuples* »<sup>249</sup>. En d'autres termes un salaire déconnecté de tout calcul de productivité.

J.S Mill quelques années plus tard rappelle exactement le même constat qui sera par la suite si vite oublié, comme si la moitié de la population ne posait pas question. Comparant les salaires masculins et féminins dans l'industrie de son époque il tire cette conclusion méthodologique fondamentale pour notre thème : « when the efficiency is equal but the pay unequal, *the only explanation that can be given is custom* »<sup>250</sup> ». Peut-on espérer une autre analyse du premier grand féministe de l'histoire moderne ? La seule explication de la différence doit être trouvée dans la culture et pas dans l'aptitude ou la productivité. La culture devient plus que la variable d'ajustement, ou le bruit, chère au spécialiste de l'International Business (e.g Rugman). Elle est la source de l'explication d'un phénomène central de long terme de l'economics. Par exemple pour le « gender analysis », la Banque Mondiale considère comme une des trois grandes priorités du XXIème siècle pour le développement, la suppression des barrières culturelles nationales à l'égalité des sexes.

En d'autres termes le salaire est dépendant du contexte historique national et de la culture des salariés, leurs « mœurs ». Nous voilà bien proche de la vieille querelle austro-allemande (Schmoller versus Menger) : vaut-il mieux une histoire sans théorie qu'une théorie sans histoire ? Essayons de reformuler cette interrogation traditionnelle.

Mauss nous rappelle qu'il ne s'agit ici presque que de bon sens : « soient des manifestations de la vie économique des sociétés modernes d'occident : production industrielle des marchandises, division extrême du travail, échange international, associations de capitaux, monnaie, crédit, rente, intérêt, salaire, etc...Qu'on songe au

---

<sup>248</sup> R. De Roover L'Evolution de la lettre de change XIVème – XVIIIème. Pages 145 et 146 Armand Colin 1953. 240 pages. L'avant-propos de Braudel pointe sur ses propres recherches dévoilées dans le tome 2 de La Méditerranée.

<sup>249</sup> D.Ricardo Principes. Page 84. Science Flammarion. 1971. 379 pages.

<sup>250</sup> J.S Mill Principles of political economy p 296. Edition 1885. Version électronique sur [www.gutenberg.org](http://www.gutenberg.org)

nombre considérable de notions, d'institutions, d'habitudes que supposent les plus simples actes d'un commerçant ou d'un ouvrier qui cherche à gagner sa vie , il est manifeste *que ni l'un ni l'autre ne créent les formes que prend nécessairement leur activité*<sup>251</sup> (nous soulignons) ». Nous devons simplement accepter que cela doit être vrai aussi des marchés financiers : la forme que prend leur activité est un résultat historique et social. Personne et aucun groupe ne peut recréer volontairement et ex-nihilo les millions de règles du jeu et les centaines d'organisations accumulées par les siècles et qui constituent un marché financier. Il semble difficile de trouver une seule cause qui ferait de ces marchés des objets a-sociaux et a-historiques. Et pourtant.

Revenons sur ce point.

### **Créationnisme et darwinisme : une dualité toujours présente**

« On pourrait invoquer encore beaucoup d'exemples montrant que les Grecs d'autrefois vivaient comme les Barbares d'aujourd'hui<sup>252</sup> ». Et combien la finance des foires de change prenait place dans une économie-monde marchande presque aussi globalisée qu'aujourd'hui. L'histoire financière donne un éclairage étonnant des réalités contemporaines, et surtout un éclairage explicatif et prédictif. Voir l'histoire comme la clé principale pour comprendre le réel d'aujourd'hui, et ainsi mieux analyser les conditions de son évolution. Aucun paradigme économique n'avait prévu en 1990 le succès de la finance islamique qu'une lecture attentive de l'article de Huntington de 1993<sup>253</sup> (précédant son ouvrage de 1996) permettait pourtant d'imaginer : nous n'achetons des produits, y compris financiers, que culturellement compatibles avec nos valeurs.

Il y a au moins deux manières extrêmes d'intégrer l'histoire, donc la(les) culture(s), dans l'étude de l'activité financière : l'écarter totalement ou assimiler l'histoire financière à la finance. Ce que semble représenter l'homo economicus à un extrême et à l'autre extrême l'école historique allemande. Pour Schmoller et ses successeurs institutionnalistes mieux vaut, selon le célèbre adage, une histoire sans théorie qu'une théorie sans histoire. Ce qui se retrouve dans les historicismes comme le matérialisme historique. L'homme calculateur sans contexte ni complexe ou bien les groupes de producteurs-consommateurs en perpétuelle évolution.

C'est ce que nous propose North « it is simply not possible to make sense out of the diverse performance of economics and politics both historically and contemporaneously if individuals really know their self-interest and acted accordingly. Instead people act in part upon the basis of myths, dogmas, ideologies and "half backed" theories<sup>254</sup>. Mythes, dogmes, idéologies, et fausses théories partagées : une autre définition de la culture d'un groupe.

---

<sup>251</sup> Mauss. La sociologie : objet et méthode page 10. Dans Essais de sociologie. Points. Minuit. 1969. 254 pages.

<sup>252</sup> Thucydide. Histoire de la guerre du Péloponnèse. T1. Page 34. Flammarion. 1966. 372 pages.

<sup>253</sup> Foreign Affairs. Summer 1993. The clash of civilizations? 22 pages

<sup>254</sup> D.North and A.Denzan. Shared mental models : ideologies and institutions. Page 1. Washington University. 24 pages. Sept 1993.

Deux approches semblent donc s'offrir à nous pour observer le marché financier, au sens de la relation de confiance entre investisseur et émetteur : le créationnisme et le darwinisme financiers. Il s'agit en fait de savoir si notre schéma général relations-acteurs (première partie) est une donnée exogène non signifiante ou un résultat historique à analyser car prédictif.

Essayons de clarifier notre sujet par les exemples suivants.

Il peut paraître presque provocateur de « prédire » que les pays majoritairement musulmans vont probablement consommer plus de produits islamiques que les autres. Cette hypothèse est une base de l'analyse des futurs flux d'épargne et d'investissement qui parcourent le monde global. Mais en fait cette affirmation de l'impact d'une réalité culturelle sur le monde financier nous semble de même nature que celle qui affirme que les pays de common laws ont du mal à dématérialiser leur marché par respect inconditionnel de la liberté des porteurs de titres (droits aux titres physiques, droit que la dématérialisation légale détruit). Et que, selon le même principe de liberté, ils financent plus leur retraite par responsabilisation personnelle que par la solidarité intergénérationnelle ou par l'impôt. On peut assez facilement admettre que le monde anglo-saxon (common laws) crée de ce fait un avantage compétitif déterminant pour les acteurs de leurs marchés de capitaux domestiques. Ce que les travaux de La Porta semblent confirmer mais en inversant la relation : ce sont les common laws qui aident le marché et non pas le marché qui utilise les common laws. En d'autres termes, que le marché et son fonctionnement sont une construction historique constituée d'organes en évolution et que ces organes (ici dans l'exemple les fonds de pension) sont contraints par la culture qui les laisse émerger. Ou faut-il nier, ou négliger, leur historicité et leur contexte pour mieux en comprendre l'essentiel ?

Nous revenons et reprenons la recommandation méthodologique de Paul Samuelson « Reality is complex and no single field of knowledge can suffice for grappling with *concrete cases* (nous soulignons). Application of theory means, or should mean, synthesis of the finding of several disciplines. But « synthesis in the abstract » serves no good purpose.<sup>255</sup>»

En fait, négliger l'interdisciplinarité, dans notre cas les apports de l'histoire et l'anthropologie culturelle, c'est peut-être se rendre plus complexe, plus inaccessible l'intelligibilité du réel : « *car il n'existe pas de fait dont le contenu soit épuisé par leur image économique...il s'agit de construire sous le matérialisme historique un étage laissant toute sa valeur explicative au rôle de la vie économique parmi les causes de la culture spirituelle tout en reconnaissant les formes économiques elles-mêmes comme le résultat de valorisation et de dynamiques plus profondes, de présupposés psychologiques, voire métaphysiques<sup>256</sup> ».* Simmel (comme Polanyi) voyait dans cette affirmation, pas de fait uniquement économique, une des bases épistémologiques de son approche. Ce qui bien sûr ne signifie pas que des faits ne puissent pas être étudiés uniquement sous leurs aspects économiques, légaux, esthétiques ou technologiques.

---

<sup>255</sup> Paul Samuelson. Economic theory and mathematics AER 42-1952 page 69..

<sup>256</sup> Georg.Simmel Philosophie de l'argent. Page 15-17. PUF 2009 662 pages.

## L'approche créationniste de la finance de marché

Elle va simplement supposer que le marché a été créé avec tous ses composants « un beau matin de printemps », organisation et institutions, et que la manière dont ces composants évoluent, se créent ou se détruisent n'est pas un sujet d'étude. Le seul sujet est le calcul d'optimisation conforme à la définition de L.Robbins. Le « marché » est réduit à la trading venue (lieu et technique d'exécution) et sa fonction n'est pas le financement mais le pricing et l'initialisation du transfert de propriété<sup>257</sup> (transfert on ne peut plus complexe en terme de règles du jeu en particulier dans ses liens très étroits avec le droit de la faillite). Cette focalisation sur les prix est bien ce qui en grande partie distingue l'école institutionnelle et néo-institutionnelle, à la recherche des conditions générales des arrangements socio-techniques, de l'approche néo-classique et ses successeurs à la recherche d'un prix d'équilibre. Ce que l'on peut résumer par l'hypothèse de travail de Merton dans son article de 1973 « We make the following further assumption. « Frictionless » markets : there are no transactions costs or differential taxes »<sup>258</sup>. ***L'approche du « frictionless market » c'est donc observer le marché sans les composants et l'environnement du marché***, en se focalisant sur l'exécution « pure » et en négligeant les autres fonctions. En d'autres termes sans production financière. Cette approche ne peut être qu'une hypothèse simplificatrice, un moyen d'aborder le réel mais pas de le décrire. Il est en effet improbable que l'on puisse nier l'existence des acteurs et les trente-deux fonctions que nous avons rapidement évoquées dans notre première partie. Mais on peut être tenté de les négliger même si comme le rappelle D.North « the assumption of frictionless exchange has led to economic theory astray »<sup>259</sup>. Et encore plus concrètement au « *paper jam* » US des années 1970<sup>260</sup>, à la catastrophe des suspens comptables des privatisations françaises ou à l'absence des véhicules (SPE) dans les différents paradigmes jusqu'en 2007. On ne sait toujours pas analytiquement comment se fabrique un actif financier.

Dans cette approche créationniste, la fonction ne crée par l'organe. Ou pour clarifier le sujet par d'autres exemples: le besoin d'information ne crée pas le développement des data vendors (FIS) et les règles d'éthiques ne créent pas des autorités morales de marché. Il y est donc très compliqué d'y voir comment évolue le processus global de création de crédit. Les conditions et acteurs concrets sont ignorés. C'est cette approche qui a, en partie, fait que le rôle croissant des véhicules (SPE) n'a pas été analysé et n'a donc pu intervenir dans la prévention ou l'explication de la crise de 2007. Ou du shadow banking qui n'existait académiquement pas dans le monde des marchés jusqu'à la disparition de Lehman. Les composants internes de la chaîne d'intermédiation seraient non signifiants. Ceci peut conduire à une cécité partielle sur la compréhension des mécanismes réels du marché comme le montre le cas ci-dessous.

Il est, autre exemple, encore très courant de ne pas voir que les autorités de marché sont aujourd'hui à l'évidence duales :

---

<sup>257</sup> Voir l'archétypale « Theory of rational option pricing » ; R.C Merton. 1973. The Bell journal of Economics and Management Science. Vol 4 N°1. Pages 142-183

<sup>258</sup> Id page 162.

<sup>259</sup> D.North. Institutional change: a framework of analysis. page1. December 1994. NBER.

<sup>260</sup> L'outil de production boursier américain ne put traiter physiquement les volumes négociés, aussi la négociation fut suspendue un ou deux jours par semaine pour traiter le stock de suspens de livraison. Cet événement a conduit à la création forcée de DTC.

- les autorités techniques (ESMA, AMF, SEC... coordonnées par l'IOSCO<sup>261</sup>) qui assurent le contrôle technique du processus
- les autorités morales qui vérifient sa cohérence avec certaines règles d'éthique exigées de certains investisseurs (mais pas de toute la communauté des investisseurs). Renouant ainsi avec douze siècles de contrôle des pratiques financières par l'église catholique ou les docteurs de la loi musulmane.

Si les autorités ne sont pas duales alors comment analyser le développement de la finance éthique et islamique. La finance éthique et ses composants a débuté, c'est culturellement cohérent, dans les années 1920 dans le monde protestant aux USA mais n'a pas provoqué d'intérêt académique fort avant le XXIème siècle. Il nous semble que seule l'exécution, et plus particulièrement sur produit action, concentre la recherche. En dehors de l'approche institutionnelle, c'est avec des variantes, la vue de la majorité des auteurs, et en particulier des spécialistes de la microstructure pour qui la technique d'exécution EST le marché<sup>262</sup>. Comme si le marché des véhicules automobiles était celui des concessions qui les vendent. Mais on trouve aussi cette vue chez les autres économistes industriels qui s'intéressent aux conditions d'organisation des producteurs et consommateurs (monopoles, monopsones, two sided ...etc.) et pas aux appareils concrets qui les lient<sup>263</sup>. La relation matérielle est une donnée négligeable, pas un produit historique signifiant.

L'approche créationniste c'est donc simplement une extension du « frictionless market », le marché sans composants, sans histoire, sans règles du jeu et donc sans culture ni civilisation de rattachement. Mais peut-on aujourd'hui tenter des hypothèses de valorisation de portefeuilles dans la très longue période en ignorant par exemple les projections démographiques et les comportements d'épargne liés au vieillissement ? Les approches de micro-structure intègrent-elles ces contraintes ? Un article par semaine est aujourd'hui produit sur « a popular hypothesis » : l'asset meltdown theory qui lie valorisation et trends démographiques<sup>264</sup>. En d'autres termes, qui souligne le fait que les actifs sont achetés et vendus dans le monde réel et pas par des conditions d'équilibre « désencastrées ». Comment ignorer ces réalités ?

### **L'approche darwiniste**

Elle prétend simplement, comme déjà évoqué, que le marché financier a et est une histoire. Et que la compréhension de cette histoire permet de mieux cerner son fonctionnement présent et futur. Et donc les conditions de production des actifs financiers. Savoir pour prévoir. Elle prétend donc qu'en dehors de tout appareillage d'outils et de formalisation complexes on peut, tout comme au Galapagos en 1835, voir, observer concrètement les composants d'une réalité pour en tirer un savoir capable de générer un pouvoir de

---

<sup>261</sup> International Organisation of Securities Commissions

<sup>262</sup> Voir par exemple: Hamon Jacques, Marchés d'actions, architecture et microstructure, Economica, 1995. 112 pages

<sup>263</sup> Voir Karine Chappelle. Economie Industrielle. Vuibert 2009. 270 pages.

<sup>264</sup> Un résumé des effets financiers de la démographie dans [http://www.itinerainstitute.org/upl/1/default/doc/Memo4\\_07.pdf](http://www.itinerainstitute.org/upl/1/default/doc/Memo4_07.pdf) . Itinera Institute Memo 4/2007. Voir aussi les différents articles OECD sur le sujet dans leur répertoire « Pensions » comme <http://www.oecd.org/dataoecd/56/29/41668643.pdf>



prédiction. L'exemple le plus évident étant bien sûr l'absence de composant. Si les composants ne sont pas là, alors le marché est inexistant même si quelque part une capacité et un besoin de financement, un marché, existent et se cherchent. Ils ne font pas le marché, ils n'en sont que la condition. Cet apparent truisme est pourtant bien une réalité à ce jour mal explorée. C'est l'exemple des tentatives de création de marchés boursiers en Afrique sub-saharienne : en l'absence d'institution, de règle du jeu respectée, pas de marché financier possible.

Il est important de rappeler que le fait d'accepter que le marché financier soit créé puis évolue ne signifie pas que des coûts de transaction se mettent en place. Non, il ne s'agit pas de coûts de transaction mais de coûts de production qui se mettent en place pour fabriquer la confiance et assurer la qualité des enregistrements comptables. Par qualité, nous reprenons la définition de l'ISO : conforme aux attentes des utilisateurs du système de production d'actifs. Coûts de production et coûts de transaction ne sont pas identiques même pour le marché financier.

On ne peut bien sûr nier le fait que nous ne sommes pas sûrs de pouvoir positivement observer tous les composants de marché. Que seuls les plus apparents se livrent peut-être à l'observation. Et que les autres nous échappent. On pourrait prendre pour exemple l'alphabétisation qui est une condition de la financiarisation d'une relation (d'où les projets OECD et Banque Mondiale sur ce sujet). Ou encore le rôle du genre qui fait du métier de l'exécution un des plus dominés par les producteurs de testostérone. Ce qu'empiriquement chacun perçoit mais qui semble également académiquement fortement corroboré<sup>265</sup>. Et que dire du rôle de la religion si souvent mis en exergue pour le judaïsme ou par M. Weber pour le protestantisme, ou par l'histoire dans le krach de l'Union Générale et du conflit entre banque catholique et banque juive?. A partir de ces trois exemples des réalités de marché peuvent effectivement échapper à l'analyse alors qu'elles se présentent comme des institutions structurantes. Tout en l'admettant nous retiendrons pourtant une approche positive et totalement empirique. Si le marché est un ensemble d'éléments en interactions complexes, alors à partir de l'étude d'un élément il suffit de parcourir les liens qui le lient aux autres, et ainsi de pas en pas, parcourir l'intégralité de la chaîne en remontant les maillons. Par la simple description des entrées-sorties de chaque « boîte ». C'est ce que nous avons fait, tout en ayant conscience que nous avons peut-être oublié des acteurs et institutions signifiants.

Si le marché est une construction historique, c'est-à-dire fabriquée au cours du temps par des acteurs concrets dans des lieux concrets, et pas une construction intellectuelle en limite de l'individualisme méthodologique alors la culture doit pouvoir s'y lire et s'y refléter. Car la culture c'est le contexte de l'action et rien ne vit sans interaction avec son contexte. Même, sans doute, les idées. Mais la difficulté de l'approche est certaine « The propositions that organization matters....one reason why this message took a long time to register is that it is much easier to say that organization matters than it is to show how and why »<sup>266</sup>. En effet comment et pourquoi institutions et organisations pilotent nos actions, c'est finalement expliquer globalement le monde. Un objectif plus qu'ambitieux, peut être

---

<sup>265</sup> <http://www.pnas.org/content/106/36/15268.full.pdf+html> Gender differences in financial risk aversion and career choices are affected by testosterone. P.Sapienza et al. Sept 2009. Kellogg school of management.

<sup>266</sup> O.Williamson The theory of the firm as governance structure : from choice to contract. 2002. DOI:10.1257/089533002760278776

irréaliste. Mais qui a été pourtant l'objet même du matérialisme historique et de ses dérivés : « l'économie politique est donc essentiellement une science historique. Elle traite une matière historique, c'est-à-dire constamment changeante<sup>267</sup> ». Approche qu'un historien de la finance et de la monnaie confirme en ces termes : « Rien à vrai dire n'est plus périlleux que l'illusion de la nouveauté, qui n'est souvent qu'ignorance de l'histoire. Non que l'histoire ait pour fin de démontrer que rien n'est nouveau. Mais il lui arrive de faire la preuve que tout n'est pas aussi nouveau que l'opinion commune ne l'imagine<sup>268</sup> ». Ce que finalement Reinhart et Rogoff nous rappellent dans « This time is different » avec une vision d'économistes que l'on a parfois bien du mal à distinguer de celle de l'historien (même si Rogoff fut chef économiste du IMF). Ce qui rappelle fort les thèses de l'école historique allemande et sa clarification du réel par l'histoire.

En d'autres termes, il s'agit de confirmer que l'on peut procéder à l'analyse des institutions et de leurs pay-out de façon principalement historique et empirique et obtenir certains résultats (prévisions).

### ***33 – Classements, hiérarchie de valeurs et culture. Effets sur des composants de marché***

« The French business lunch provides an excellent example of how something that is not very important in one culture can be extraordinarily significant in another<sup>269</sup> »

La question qui se pose dans cette seconde partie est celle de la prise en compte du contexte, et, question beaucoup plus complexe, celle du choix des éléments de contexte les plus pertinents, i.e explicatifs (réduire l'approche holiste à un choix efficace de paramètres). Tout choix et toute action marchande, si on accepte que l'acte marchand est bien celui qu'étudie l'économie (ce qui est une affirmation hétérodoxe et contestée puisque non-conforme à celle de L.Robbins), peut être considéré comme dépendant du contexte. C'est la valeur du verre d'eau pour l'homme qui meurt de soif, ou les nombreuses expériences sur la non-transitivité des choix. Dans les milliers d'éléments de contexte possibles pour éclairer un choix, deux solutions s'offrent : ignorer le contexte de calcul de l'agent et se focaliser sur le calcul lui-même (ex : le main stream) ou en choisir une partie comme élément explicatif et prédictif<sup>270</sup> (ex : économie institutionnelle et ses dérivés). Il semble à ce jour difficile d'imaginer l'intégration de tous les éléments de contexte dans une tentative d'explication d'une action sociale, c'est-à-dire de groupe, en particulier pour

---

<sup>267</sup> Engels. L'anti-Dürhing. p 177 Editions Sociales. 495 pages. 1977.

<sup>268</sup> Pierre Vilar. Or et monnaie dans l'histoire. Page 8. Flammarion. 439 pages. 1974.

<sup>269</sup> E.Hall Understanding cultural differences page 119. Je me souviens de l'étonnante émotion et du sentiment d'insulte subis par mes collègues français à l'occasion de l'ouverture d'une filiale bancaire de clearing cash à Amsterdam d'un grand groupe français, et où l'évènement avait été « célébré » par un sandwich et un verre de lait.

<sup>270</sup> Un résumé très pédagogique, à titre d'exemple, des différences entre l'approche néo-classique et celle de l'économie comportementale sur la prise en compte du contexte peut être trouvé dans « Behavioral economics » page 49. C.F Camerer. August 2005. World Congress for Econometric Society. 50 pages.

un mécanisme d'échange. Il faut donc isoler, choisir en fait, ceux qui semblent avoir un poids plus significatif que les autres.

Williamson résume une approche historique possible, de périodicité en fait, par le schéma suivant<sup>271</sup>. Ce tableau formalise quatre niveaux possibles d'analyse économique, et donc quatre paradigmes complémentaires (et non plus concurrents), depuis la très longue période (Level 1 dans le schéma, le substrat culturel et civilisationnel, les institutions informelles à changement lent) jusqu'à la gestion des allocations quotidiennes de ressources (Level 4).

La stabilité et la durabilité sont essentielles à l'identification et la caractérisation des règles du jeu qui matérialisent une institution : c'est leur repérage historique qui permet la compréhension de leur efficacité économique (le pay out)<sup>272</sup>

---

<sup>271</sup> O. Williamson. The new institutional economics: taking stock, looking ahead. Journal of Economic Literature .Sept 2000. Pages 595-613.

<sup>272</sup> Voir un résumé en français dans Claude Ménard. L'approche néo-institutionnaliste : des concepts, une méthode, des résultats. L'Harmattan. Cahier d'économie politique n°44. 2003. Page 106.

	LEVEL	FREQUENCY (years)	PURPOSE
<b>Level 1</b> <b>Social</b> <b>theory</b>	embeddedness		often
	informal		non calculative
	institutions	from 100 to 1000	spontaneous
	customs		
	traditions, norms religion		
<b>Level 2</b> <b>economics</b> <b>of property</b> <b>rights</b> <b>positive</b> <b>political theory</b>	institutionnal		
	environment		get the
	formal rules of	from 10 to 100	institutional
	the game, especially		environment right
	property (polity judiciary, bureaucracy)		1st order economizing
<b>Level 3</b> <b>transaction</b> <b>costs</b> <b>economics</b>	governance		
	play of the game		get the
	especially contracts		governance
	(aligning governance		structures right
	structures with transactions)	from 1 to 10	2nd order economizing
<b>Level 4</b> <b>neo-classical</b> <b>economics/</b> <b>agency</b> <b>theory</b>	resource		get the
	allocation and		marginal
	employment	continuous	conditions right.
	(price and		3rd order
	quantities; incentive alignment		economizing
<b>The new Institutional Economics. Economics of Institutions.</b>			

Figure 11 Périodisation de Williamson : du fait culturel à l'allocation. Source O.Williamson.

Nous avons choisi comme élément de contexte celui de la culture nationale, c'est-à-dire une partie du niveau 1 (level 1) du schéma de Williamson ci-dessus, La longue période.

En effet ce fabriquant de comportements qu'est la culture (le « software of the mind » de G.Hofstede) nous a toujours paru être un élément clé d'explication dans le milieu professionnel (en plus du droit et de la technologie). Et surtout parce que le management interculturel a totalement débordé du monde académique où il est né (ex : E.Hall) et semble désormais un outil correctement testé dans le monde réel pour être considéré comme sinon explicatif et au moins professionnellement prédictif. De plus le management interculturel a aujourd'hui une base nationale : traiter de management entre cultures c'est évoquer des comportements nationaux (avec l'hypothèse si souvent testée que ceux-ci sont

repérables). Et les acteurs-institutions de marchés que nous étudions ont presque tous une domiciliation, une nationalité. Mais la culture est peu, ou pas, utilisée en économie orthodoxe. Henri Mintzberg<sup>273</sup> attire l'attention sur le fait que « economists don't know about culture so they don't care about culture, they don't care about communities. Entreprises function best where there is social glue<sup>274</sup> ». La culture n'est pas une notion simple, et est dans tous les cas polymorphe. Car bien sûr la difficulté commence par le choix du référentiel : quelle culture ?

En effet le nombre de définitions du mot « culture » est impressionnant. Du renoncement ou de la répression pulsionnelle de Freud<sup>275</sup>, en passant par les automatismes mentaux de Hofstede jusqu'aux analyses de Bourdieu dans « la distinction » un large éventail de définitions s'offre<sup>276</sup>. Bien sûr nous ne parlons pas de la culture comme savoir scolaire ou socialement acquis relatif aux biens culturels : livres, peintures, sculpture, cinéma ...etc. La culture n'est ici pas un stock de savoir individuel que chacun peut modifier. Encore moins un capital. C'est un comportement collectif spécifique à un groupe, comportement que l'on peut décrire, étudier, mesurer, reproduire. Il s'agit donc de ces manières d'être, de sentir, de penser et d'agir (M.Mauss) spécifiques à un groupe humain identifiable dans le temps et l'espace. Cette définition très générale est celle qui prétend que la culture en hiérarchisant les valeurs du groupe fabrique les règles qui permettent la vie en commun et la pérennité du groupe. Cette définition pose le problème du groupe de référence pour son action sur les comportements : jeunes, vieux, hommes, femmes, actifs, inactifs, étudiants, paysans, immigrés, bretons, allemands, français, juifs, protestants, ingénieurs, dentistes.... Nous appartenons tous à de multiples groupes de référence. Et tous auraient une « culture », et donc des marqueurs comportementaux spécifiques à chaque groupe. Ce qui est académiquement certain c'est que chacun de ces groupes a bien fait l'objet de multiples analyses pour qualifier ses spécificités comportementales<sup>277</sup>.

Parler d'une culture c'est donc définir au départ un groupe de référence dont nous devons identifier les spécificités. Nous avons choisi le groupe national, sachant bien (y compris d'expérience personnelle) que ce n'est peut-être pas le plus déterminant dans nos comportements. Mais c'est celui choisi par l'école du management interculturelle et l'objet de travail de nombreux anthropologues (surtout E.Hall dont les travaux nous ont été très utiles en particulier professionnellement).

La culture est objet de quantification très concrète basée sur des analyses statistiques de distances. Ces distances (dimensions) sont calculées grâce à des questionnaires soumis à des milliers de personnes selon une périodicité variable : les réponses nationales aux

---

<sup>273</sup> Financial Times podcast. 5 Feb 2009. Henry Mintzberg .Mc Gill University

<sup>274</sup> Ce que Banfield avait montré dès 1952 dans «Moral basis of backward societies » dans un autre contexte (village du sud italien).

<sup>275</sup> « Malaise dans la civilisation », dont la traduction du titre en français hésitera pendant 60 ans entre les mots civilisation et culture, les contenu des deux mots n'étant pas identique dans le monde académique allemand et français (universalisme français contre nationalisme allemand) ! Ce n'est que récemment que ce texte prémonitoire de Freud est finalement traduit par « Malaise dans la culture »

<sup>276</sup> Un bref résumé de ces définitions et approches est disponible dans D. Cuhe « La notion de culture dans les sciences sociales ». 2010.

<sup>277</sup> Il semblerait que les recherches en sciences de gestion sur la « culture d'entreprise » et ses effets soient beaucoup plus développées que celles des économistes sur les civilisations, les cultures nationales ou régionales.

questionnaires semblent parfaitement identifiables et permettent un classement international des cultures. C'est le cas de la recherche académique du World Values Survey qui a lieu tous les cinq ans et que pilotent une dizaine de chercheurs en sciences sociales de pays différents (afin de tenter de supprimer le biais d'ancrage national, le questionnaire lui-même pouvant bien sûr être nationalement biaisé<sup>278</sup>). La culture n'est plus ici une hypothèse mais un outil de travail pour toute action stratégique d'entreprise ou publique.

Parler de culture c'est ensuite se ranger nécessairement dans deux approches différentes : celle du groupe généralement, mais pas toujours, sur un territoire. Et celle d'un sous-groupe identifiable par une fonction ou une identité dans le groupe (culture ouvrière par exemple).

La définition très simple et puissante de Pierre Bourdieu dans « La distinction » est aujourd'hui presque universellement admise : les individus sociaux sont « des classeurs classés par leurs classements », et les proximités de classification des classeurs permettent d'identifier des groupes sociaux. Mais est-il besoin d'être sociologue ou anthropologue pour admettre que valeurs et classements des valeurs sont des caractéristiques des groupes sociaux qui permettent une grande partie de leur identification. C'est en partie par la hiérarchie de ce qui est bien et mal, désirable ou haïssable, que le groupe s'identifie. Par exemple sur son appétit au risque qui est plus ou moins désirable selon les groupes. Le groupe, en particulier national, serait donc une proximité de classement de classeurs plus forte que le groupe adjacent. Et ce classement culturel peut être lui-même altéré, tempéré ou amplifié, par l'identité<sup>279</sup> et le genre. Nous prendrons cette affirmation comme hypothèse de travail. Cette hypothèse étant immédiatement confrontée au choix du groupe de référence le plus signifiant en termes d'impact sur les comportements, et pour notre sujet, en particulier sur les produits financiers et la manière de les produire et de les consommer.

« Si nous tentons d'être par trop précis, nous courons le risque de nous limiter au point d'être hors sujet ». Cette remarque méthodologique de R. Shiller<sup>280</sup> nous semble être un bon point de départ dans un domaine où histoire, géographie, droit, sociologie et sciences politiques apportent bien sûr chacune un peu de lumière sur notre sujet. Mais il nous faut bien sûr restreindre les sources d'apports de connaissances non économiques et faire le choix du référentiel culturel qui semble le plus impacter les pratiques financières.

Si toute l'économie n'est pas encore convertie aux approches interdisciplinaires, ou au moins à une forme de holisme, le lien entre finance et culture semble d'un intérêt renouvelé ces dernières années. Un article de Charles Henri Reuter<sup>281</sup> de 2009 fournit un état de la littérature sur « culture et finance » qui semble montrer un regain d'intérêt académique pour le thème (les entreprises en sont depuis longtemps convaincues). Même

---

<sup>278</sup> Voir [www.worldvaluessurvey.org](http://www.worldvaluessurvey.org) et son classement mondial des proximités culturelles.

<sup>279</sup> Akerlof et Kranton, Identity economics. 2010

<sup>280</sup> Robert Shiller Exubérance irrationnelle. Page 3 Valor Editions. 2000. 302 pages

<sup>281</sup> Reuter Charles Henri A survey of culture and finance. May 2009. 56 pages sur [www.efmaefm.org](http://www.efmaefm.org)

Egalement auteur d'une thèse de gestion (corporate finance) « Culture, finance et institutions nationales ». Juin 2011. Paris Ouest. 338 pages.

si le thème demeure, au vu du nombre de publications, un sujet à l'évidence de très faible couverture académique, pour ne pas dire anecdotique. Nous serions donc encore dans l'état académique décrit par Philippe d'Iribarne : « de quel monde parle les donneurs de conseils quand ils peuplent leurs ouvrages d'une humanité indifférenciée, Japonais, Américains ou Français, tourneurs ou comptables, fondus dans une même grisaille? Ils savent sans doute que les passions qui animent les hommes de chair et de sang sont souvent incompréhensibles sous des cieux étrangers...on ne peut gouverner sans s'adapter à la diversité des valeurs et des moeurs<sup>282</sup> ».

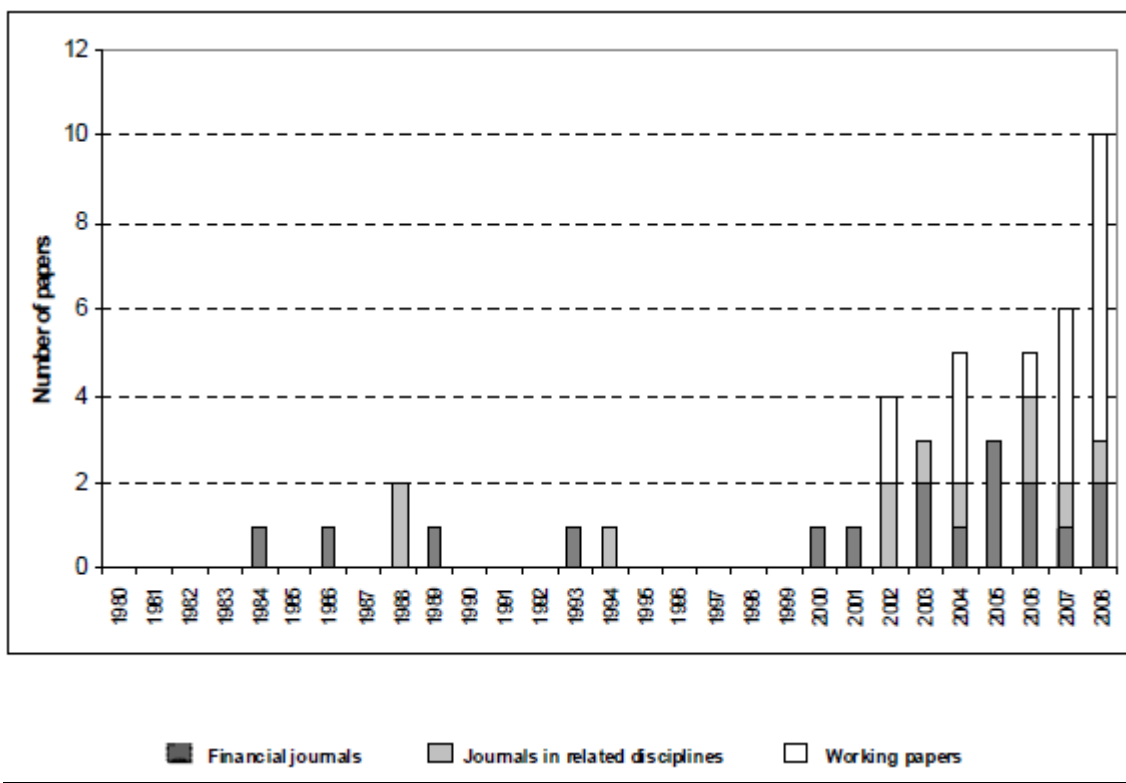


Figure 12 Economics, finance et culture. Un sujet académique. Nombre d'articles traitant de finance et culture. Source CH.Reuter.

Il nous faut dès à présent préciser que nous utilisons comme grille la culture nationale et pas la rationalité limitée ou l'absence de rationalité (à laquelle peut conduire le « software of the mind »). La culture d'un groupe n'est pas plus ou moins rationnelle, Levi Strauss l'a bien définitivement expliqué et un consensus semble exister pour dire qu'« il n'existe pas de peuple enfant, tous sont adultes...toutes les sociétés humaines ont derrière elles un passé qui est approximativement du même ordre de grandeur<sup>283</sup> ». En d'autres termes, pour notre sujet, l'introduction de la rationalité limitée ou des biais cognitifs (phénomènes

<sup>282</sup> Philippe d'Iribarne . La logique de l'honneur. Page 9. Points. 1993. 280 pages.

<sup>283</sup> Levi Strauss. Race et histoire. Page 32. Folio Essais. 1987.

observés de manière a-historique) chers à l'économie expérimentale<sup>284</sup> n'a rien à voir avec l'utilisation de la culture comme grille de lecture comportementale.

Prenons un exemple connu : l'exubérance irrationnelle de Robert Shiller.

Un des points de rupture visible avec la tradition orthodoxe, et relativement consensuel hors main stream, semble être le best-seller académique et politique (puisque l'expression a même été reprise avec succès par Alan Greenspan) de Shiller sur l'exubérance irrationnelle<sup>285</sup> « La majorité des investisseurs a tendance à voir dans la Bourse l'expression de forces de la nature en liberté. Ils ne réalisent pas bien que c'est eux-mêmes, en tant que groupe, qui déterminent le niveau du marché. Et ils sous-estiment combien le sentiment des autres investisseurs est proche du leur. De nombreux petits investisseurs pensent que ce sont les institutionnels qui dominent le marché et que ces investisseurs apparemment sophistiqués utilisent des modèles complexes pour comprendre ce que font les cours. Ils auraient donc accès à des connaissances que n'ont pas les particuliers. Ils ne se doutent pas que la plupart des investisseurs institutionnels sont comme eux et qu'ils n'ont aucune idée du niveau que devrait avoir le marché<sup>286</sup>. En deux mots, le niveau des prix augmente grâce à une prophétie auto-réalisatrice, elle-même fondée sur de vagues intuitions similaires partagées par un vaste échantillon d'investisseurs tant privés que publics et qui sont renforcés par les médias. Ces derniers se satisfaisant en général d'avaliser le sentiment dominant des investisseurs ». Dix ans plus tard, avec Akerlof, Shiller précisera des pistes dans son ouvrage sur « Les esprits animaux ». Mais nous sommes ici dans une description d'un manque de rationalité (incohérence fins-moyens). Ce qui rend cette approche plus facilement académiquement éligible car en ligne avec les fondements plus anciens de Herbert Simon. Et pas d'une autre vision de la rationalité<sup>287</sup>. Ce qui est bien le thème de l'approche culturelle. Une culture n'est pas plus rationnelle qu'une autre. Elle classe différemment ses valeurs et obtient donc, de cet arrangement, différents pay-out physico-économiques. C'est tout, mais c'est essentiel pour l'action.

Si l'analyse de genre (gender analysis) met bien en exergue des comportements sexués, elle ne suppose ni ne démontre jamais (à notre connaissance) qu'un sexe est plus rationnel que l'autre.

Autre exemple d'approche culturelle que nous n'utiliserons pas : Olivier Godechot dans son ouvrage maintenant classique sur les traders<sup>288</sup> propose une sociologie des marchés financiers sur un exemple parisien, assez proche de celle que Mitchel Abolafia avait

---

<sup>284</sup> Voir par exemple les travaux du GATE à Lyon II

<sup>285</sup> Robert Shiller Exubérance irrationnelle. Page 4 Valor Edition, 2000.

<sup>286</sup> Ce qui est facilement matérialisé par le fait que sur la même valeur les analystes de référence donnent souvent des recommandations opposées (de « strong buy à « sell »). Sauf à supposer que la recherche (research documents) n'a aucune valeur technique, il nous faut donc admettre, au moins comme hypothèse de travail, qu'à ce jour rien ne permet d'anticiper le comportement individuel des prix dans les approches classiques.

<sup>287</sup> Cfr. le classique M.Godelier. Rationalité et irrationalité en économie. Maspero.

<sup>288</sup> Olivier Godechot. Les traders. Essai de sociologie des marchés financiers. 2001. La Découverte. 299 pages.



réalisée aux USA sur Wall Street<sup>289</sup>. Ici aussi la « sociologie des marchés » n'est que la sociologie d'une salle de marché (un floor) qui ne se préoccupe, de nouveau, que d'exécution et de pricing. Et la culture décrites une culture « occupational » (de métier). Pas de financement. La vision néo-classique de l'importance du prix s'exporte donc parfois même dans les autres sciences sociales. Comment la formule de Black-Scholes-Merton, que rappelle Godechot, est-elle liée à un processus de financement, à une production bilancielle? C'est encore une fois confondre en un seul sujet les tentatives de capture de volatilité et les capacités-besoins de financement (ce qui ferait d'un desk de « proprietary trading » un agent de financement). Les hommes de marché les plus « financiers » sont en réalité les juristes, pas les traders. Les juristes dans leur rôle de donner une solution légale et fiscalement optimisée à un besoin-capacité de financement imaginent le rapport le plus solide, le plus crédible, entre deux bilans. En d'autres termes, ce n'est pas le trader qui crée la relation et le produit. C'est celui qui compose au mieux avec les interactions globales et leur existence nationale (domicile). Le droit (common ou civil law) restant la plus puissante des institutions.

Résumons : ce n'est donc pas des effets de la culture d'un groupe, du front office (brokers, traders, sales), dont nous nous préoccuons, et ce en dépit du grand intérêt du sujet. Encore moins des marqueurs culturels d'une fonction (agent de change contre coulisse par exemple, si bien décrit par Zola) ou d'une organisation (World Bank et IMF mis en exergue par Stiglitz). C'est de culture nationale et de la logique de ses classements, de ses préférences, qui la distingue des autres groupes.

### **Illustration de la démarche et de ses limites : rôle croissant des autorités morales. Le cas de la finance islamique.**

Dans sa célèbre image de l'abeille et l'architecte<sup>290</sup> Marx reprend ce qui semble une évidence anthropologique : « Notre point de départ c'est le travail sous une forme qui appartient exclusivement à l'homme. Une araignée fait des opérations qui ressemblent à celles du tisserand et l'abeille confond par la structure de ses cellules de cire l'habileté de plus d'un architecte. Mais ce qui distingue dès l'abord le plus mauvais des architectes de l'abeille la plus experte, c'est qu'il a construit la cellule dans sa tête avant de la construire dans la ruche. Le résultat auquel le travail aboutit préexiste idéalement dans l'imagination du travailleur ». C'est voir la réalité comme si Horta ou Eiffel n'étaient pas le produit d'une histoire, d'un milieu, d'une culture et d'une technologie en interaction avec un génie personnel. Ce que les inter-culturalistes vont tenter de démontrer, et surtout d'utiliser

---

<sup>289</sup> Mitchel Abolafia. Making Markets : opportunism and restraint on Wall street. Harvard University Press.1996-2001. 225 pages. Le livre commence par l'évocation de la fraude de Salomon Brother en 1991, événement de « marché » qui n'a rien à voir avec le trading ou le pricing mathématique mais décrit « the social construction of opportunism ».

<sup>290</sup> Marx Le Capital. T1. La pléiade. Page 728.

concrètement dans leurs pratiques de management, c'est que nous sommes tous d'abord des abeilles soumises à des automatismes (le « software of the mind »<sup>291</sup>) et des valeurs (de toutes natures et également artistiques) qui guident et hiérarchisent nos actions. Et que notre capacité à être des architectes est bornée et normée par notre milieu. Ce qui finalement rejoint les approches des sociologies holistes et en particulier durkheimiennes : les architectes se doivent d'être aussi un peu des abeilles.

Les hypothèses et les résultats des travaux de l'école interculturelle, on l'aura compris, sont basés sur le fait que la nation serait l'entité la plus porteuse de valeurs significatives et d'automatismes identifiables de comportement (software of the mind). Ce ne sont pas les civilisations, ou le genre ou l'identité qui sont les variables explicatives lourdes mais le fait national et son contenu culturel. Pourtant les groupes de référence et d'appartenance se confondent rarement, semble-t-il, avec la nation.

Prenons un exemple chez un grand analyste du fait culturel et de ses relations avec le pouvoir et la domination. Antonio Gramsci nous livre ici une de ses observations faite en milieu carcéral qui résume l'ambiguïté du niveau du référentiel culturel national. « Tout ce qui survit d'élémentaire dans l'homme moderne revient irrésistiblement à la surface : ces molécules pulvérisées se regroupent suivant des principes qui correspondent à ce qui subsiste d'essentiel dans les couches populaires les plus profondes ... Les Sardes font nettement bande à part. Les septentrionaux manifestent entre eux une certaine solidarité mais à ce qu'il semble ils ignorent toute organisation ; ils se font un point d'honneur d'être des voleurs, tireurs de bourses, escrocs, mais ils n'ont jamais versé de sang. Parmi les hommes du Centre, les Romains sont les mieux organisés ; ils ne dénoncent même pas les mouchards aux prisonniers des autres régions, mais ils gardent leur méfiance pour les autres. Les méridionaux à ce qu'on dit, sont extrêmement organisés, mais parmi eux il existe des subdivisions : l'Etat de Naples, l'Etat des Pouilles, l'Etat de Sicile. Les Siciliens mettent leur point d'honneur à n'avoir pas volé mais uniquement versé le sang. »<sup>292</sup>. Nous voici donc bien loin de l'hégémonie culturelle de classe dont le même Gramsci faisait une source de mouvements historiques de de combats politiques.

Nous sommes devant le problème classique de l'identité culturelle et de sa base géographique. Qu'en 1927 on soit d'abord Sarde ou Sicilien avant d'être Italien est assez probable (ce qui n'empêche pas d'être aussi italien). Est-ce encore le cas au XXIème siècle ? Nous savons que cela est clairement le cas pour les Flamands et Wallons en Belgique si on suit les analyses de Gert Hofstede qui considère ce pays comme deux nations. La région peut donc être aussi porteuse de culture, c'est-à-dire d'automatisme de comportements de même nature que ceux portés par la nation. Au-delà de la nation et de ses composantes régionales se pose également le sujet encore plus complexe du rattachement civilisationnel si cher à Fernand Braudel (Grammaire...) puis à Samuel

---

<sup>291</sup> Rappel : l'expression est G.Hofstede..

<sup>292</sup> Gramsci. Lettres de prison. (1926-1934) page 35. Paris Gallimard 1971. 622 pages.

Huntington (Le choc...). Il y a donc derrière la « culture » tout un écheveau de pratiques sociales qui semble bien complexe à démêler.

Nous ne trancherons pas, bien sûr, ce débat d'une extrême complexité. Mais la vision d'Huntington (importance du religieux dans un contexte civilisationnel) marque clairement des points quand on travaille sur la question de la finance islamique et donc de la finance éthique, i.e la finance qui ajoute d'autres règles de gestion à la simple recherche de la performance maximum. Voici un des traits civilisationnels les plus anciens du monde occidental : le rapport aux prêts à intérêts et les contournements techniques qu'il implique pour conserver le respect de la norme morale. Juifs, musulmans et chrétiens ont tous cet interdit dans leurs textes sacrés. Le monde musulman a conservé en partie cet interdit, ce qui s'est traduit en termes économiques par un des plus grands succès de produits et procédures nouvelles de marché des trente dernières années<sup>293</sup>. Et par de nombreux efforts de politiques pour drainer cette activité sur des territoires nationaux.<sup>294</sup> ; Or la finance islamique n'est pas nationale, elle est civilisationnelle au sens de Braudel et donc de Huntington. Il est intéressant de voir que De Roover dans « L'évolution de la lettre de change » se focalise presque exclusivement sur le monde chrétien.

Identité, groupe, entreprise, pays, ethnies, régions, nations, civilisations tous sont porteurs de culture et donc de valeurs (de classements). Quel niveau adopter pour lire notre système de production d'actif ? Chaque barreau de l'échelle des cultures ayant bien sûr sa force explicative et ses implications comportementales.

Le niveau national est-il pertinent ?

### ***34 – Le choix du niveau national pour la grille de lecture.***

Quelle échelle de la culture choisir comme signifiante pour le système de production du marché financier ?

De très nombreux types de cultures (manières d'être, agir, penser) composent le comportement final et la culture des groupes. Il faut en identifier un qui puisse avoir une action repérable, et donc prévisible, sur la manière dont se fabrique le crédit et donc la manière dont se fabrique la confiance et les actifs financiers.

« We would expect countries, per se, to matter little in finance. However this is not the case: countries are very important »<sup>295</sup>. Les experts financiers qui travaillent dans les SMPG (Swift Market Practices Group<sup>296</sup>) en sont « par nature » convaincus puisque leur rôle est

---

<sup>293</sup> Voir pour plus de principes et détails statistiques [www.islamic-finance.com](http://www.islamic-finance.com) ainsi que [www.iifm.net](http://www.iifm.net) (international islamic financial market) pour la standardisation de ces instruments.

<sup>294</sup> Voir par exemple un discours de Christine Lagarde du 2 mars 2010

<sup>295</sup> Stulz, Journal of Finance 2005, 60, « The limits of financial globalisation » cité par C-H Reuter dans sa thèse « Culture, finance et institutions nationales » page 21, Juin 2011. Paris Ouest-ESCP. 338 pages.

<sup>296</sup> Voir [www.smpg.info](http://www.smpg.info)

de supprimer, ou au moins de coordonner, des pratiques nationales au profit de règles universelles.

Nous avons donc choisi le niveau national comme grille de lecture de l'organisation culturelle du marché, c'est-à-dire la manière dont la culture nationale a modelé l'organisation des acteurs et des règles du jeu. Il nous est très difficile de justifier pratiquement ou académiquement ce choix par rapport aux autres niveaux de lecture possible. D'être une femme modifie-t-il plus le comportement et l'action que d'être protestant, polonais, vieux, fils d'ouvrier, salarié ou notaire ? Quel est le facteur le plus lourd dans la génération des comportements, en particulier financiers ? Être hollandais, être occidental ou être protestant ? Peut-on classer le niveau de signification de ces appartenances à des groupes identifiables ?

Commençons simplement par une anecdote culturelle, sans doute provocatrice car apparemment dérisoire, qui illustre notre propos. Le choix du plus grand centre de production de fonds d'investissement off-shore<sup>297</sup> du monde: le Luxembourg, première place off-shore du monde et pourtant au sein de l'Union. Le Luxembourg et l'Irlande se sont fortement et longuement concurrencés pour être le premier domicile de fonds dans une sorte de guerre d'image et d'à priori culturels.

« The Luxembourg/Dublin debate that raged so strongly in the 1990s has evolved considerably in the recent years. Domicile for cross-border funds is now often more of a lifestyle option for travelling executives than one based on differentiating fiscal, structural and regulatory regime. The result has been some favouritism from the Anglo-saxon community for Dublin, helped in part by the country resource of some 300 golf courses, compared to Luxembourg six...but the strength of Luxembourg's reputation for globally distributed retail funds has been a more important counterbalance...*Inevitably cultural issue and brand recognition also play a role*».<sup>298</sup> Ce texte est écrit par les spécialistes dominants du marché des fonds : Lipper (filiale de Thomson-Reuters, numéro Un mondial de la diffusion des données de marchés). Que le choix de la domiciliation des fonds d'investissement puisse se faire sur les pratiques nationales de divertissements masculins (le golf) et les proximités culturelles des décideurs anglo-saxons peut paraître troublant, presque « invraisemblable » aurait dit De Roover (voir plus haut). Ou au mieux être une anecdote sans importance, négligeable et parfaitement dérisoire en termes académiques. Mais de fait la « guerre » entre Dublin et Luxembourg a bien eu lieu, et à ce jour le Luxembourg l'a bien gagnée, et il semble bien difficile d'expliquer cette victoire sur des bases de techniques de marchés. Et une pièce essentielle du puzzle financier mondial s'est aussi retrouvée sur le continent. Il nous faut l'entrevoir empiriquement : de nombreux choix semblent pilotés par les cultures nationales et des préférences ou proximités identitaires.

---

<sup>297</sup> Par off-shore nous entendons une place de marché (une nation) où les investisseurs sont très majoritairement des non-résidents.

<sup>298</sup> Thomson-Reuters-Lipper. Symbiosis in the evolution of UCITS pages 16 et 34. Avril 2010. 54 pages. Imprimerie centrale Luxembourg.

Nous avons trop souvent vu dans notre pratique professionnelle le fait culturel national à l'œuvre pour accepter de l'ignorer comme hypothèse simplificatrice. C'est pourquoi nous avons retenu le niveau national de grille de la culture. Choix arbitraire, nous en sommes conscients. Mais choix en phase avec celui du management interculturel et de son école académique qui s'appuie sur une abondante source statistique pour corroborer ses hypothèses.

Reprenons pour la bonne forme les autres niveaux possibles de grilles de lecture culturelle des marchés, grilles que nous aurions pu choisir pour « lire le marché » mais que nous avons pratiquement négligées en dépit de leur intérêt.

Et ce, toujours en nous posant la question comme économiste de la finance (production-circulation d'actifs) essayant de décrypter les conditions concrètes de production d'un actif.

### **Les fondements anthropologiques.**

Il s'agit des références aux organisations les plus anciennes des groupes humains dont des traces existent encore parfois dans nos sociétés contemporaines. Organisations que nous rappellent, par exemple, F.Boas, M.Meade, B.Malinowski, ou Germaine Tillon dans « Le Harem et les cousins ». Quelles sont les structures de base des groupes humains pour lesquels la nation ou le fait national n'intervient pas? Marcel Mauss dès 1930 avait proposé la définition suivante « les phénomènes de civilisation sont ainsi essentiellement internationaux, extranationaux. On peut donc les définir en opposition aux phénomènes sociaux spécifiques de telle ou telle société : ceux des phénomènes sociaux qui sont communs à plusieurs sociétés plus ou moins rapprochées, rapprochées par un contact prolongé, par intermédiaire permanent, par filiation à partir d'une souche commune ...un ensemble suffisamment grand et suffisamment caractéristique pour qu'il puisse signifier, évoquer à l'esprit une famille de sociétés<sup>299</sup> ». Le problème c'est qu'il peut y avoir des comportements encore plus généraux que civilisationnels. Encore plus anciens ou communs à plusieurs civilisations. L'organisation de ces groupes étant repérée dans des espaces beaucoup plus petits ou beaucoup plus grands que les états-nations. Mais ne se superposant pas à eux. Sur quels rapports concrets le groupe est-il organisé et arrive-t-il à se reproduire dans le temps (pérennité des structures). Pour reprendre l'exemple du vocabulaire et de l'approche banalisés par G.Tillon, l'humanité peut être découpée en trois types de sociétés ou organisations de base : la société des beaux-frères, la société des cousins et celle des citoyens.

Les beaux frères recherchent, par l'échange rituel des femmes, la coopération entre eux et l'extension des réseaux de solidarité. Les cousins recherchent le renforcement de la lignée et la protection du patrimoine du groupe. Les citoyens se sont affranchis de ces règles et

---

<sup>299</sup> Marcel Mauss. Essais de sociologie. Pages 235-237. Editions de minuit. Points. 1969 .254 pages.

cherchent dans les alliances matrimoniales de nouvelles règles et de nouvelles bases d'enrichissement. Cette grille, si précisément décrite par G.Tillon pour la société méditerranéenne des cousins ne nous semble pas adaptée à notre objet. Les sociétés de beaux-frères ou de cousins n'ayant sans doute pas connu de marchés financiers significatifs.

D'autres approches de l'anthropologie culturelle vont plutôt insister sur les modes de transmission du patrimoine et les systèmes familiaux que sur le choix du conjoint, comme le fait E.Todd<sup>300</sup>. La qualité de ces approches ne réside pas seulement dans l'élégance du traitement et la richesse des faits qu'elles analysent mais par l'étonnante puissance d'explication et de prédiction concrète qu'elles semblent proposer. Les cartes fabriquées avec les analyses de Todd<sup>301</sup> donnent, par exemple, assez précisément les résultats électoraux et les performances économiques des régions de pays comme le Portugal (communautaire exogame au sud contre famille souche au Nord : en collant les grilles de Todd sur les résultats électoraux elles montrent une superposition troublante). De même le monde universitaire n'est-il pas étonné de voir très concrètement le traitement que les familles nucléaires « absolues » anglo-saxonnes réservent aujourd'hui à leurs enfants étudiants (aucune assistance) face à celui des familles nucléaires « égalitaires » (prise en charge familiale généralisée) ?

Sans parler des impacts sur le monde financier concret et ses produits. Car il s'agit bien d'en arriver là. C'est le cas de l'importance matérielle de la titrisation des prêts étudiants aux USA<sup>302</sup> qui s'opposent aux solidarités familiales incontournables en Europe continentale. On conçoit bien que des dizaines de millions de prêts étudiants titrisés produisent probablement des effets sur le marché que l'Europe ne connaît pas, et que l'origine de cette différence se trouve bien dans un fait d'anthropologie culturelle (rapport parents-enfants dans une logique patrimoniale). La titrisation des prêts étudiants est bien, on nous l'accordera, le résultat de solidarités familiales différentes que l'anthropologie culturelle identifie comme phénomène de très longue période.

Il aurait été fascinant de tenter de rechercher d'autres liens entre structures familiales et organisations domestiques des marchés financiers. Tout comme Levi-Strauss l'a fait pour la cuisine et les structures sociales<sup>303</sup>. On peut imaginer sans doute des rapports à établir entre l'épargne longue, les produits financiers disponibles, les rapports aux établissements de crédit et les structures familiales anciennes. Cette approche nous a semblé trop complexe à étayer, et dépassant nos compétences, pour être entreprise dans le cadre de ce travail. D'autant qu'aucune piste de littérature ne nous y permettait une amorce de recherche<sup>304</sup>.

---

<sup>300</sup> La troisième planète. Structures familiales et systèmes idéologiques. 1983 . Seuil. 252 pages.

<sup>301</sup> Par exemple, <http://www.europepolycentrique.org/Image8.gif>

<sup>302</sup> Pour les statistiques de titrisation par origine voir [www.esf.org](http://www.esf.org) Il est singulier de voir comment la titrisation de prêts étudiants rentre bien dans le cadre de l'analyse interculturelle : majeure aux USA , inexistante dans le monde catholique européen.

<sup>303</sup> « la cuisine d'une société est un langage dans lequel elle traduit inconsciemment sa structure ». L'origine des manières de tables. Mythologiques. Tome 3. Page 411. Plon. 478 pages. 2009.

<sup>304</sup> Sauf peut-être les nombreux travaux sur les tontines africaines, technique de financement traditionnelle souvent gérées par de femmes.

## **La civilisation.**

Pour F.Braudel, et donc pour S.Huntington, c'est le plus haut niveau de rattachement culturel possible pour un individu. « Il est illusoire de vouloir séparer la culture de ses fondements dans la civilisation...Une civilisation est une culture au sens large<sup>305</sup> ». L'individu est membre de groupes et sous-groupes (genre, jeunes, métier...etc.) de plus en plus large pour finalement arriver au point ultime de rattachement, avant bien sûr le rattachement à l'humanité. Fernand Braudel en a décrit les principes dans sa « grammaire des civilisations » qui se voulait au départ simple manuel scolaire d'histoire universelle. Il y fait ce constat: «les civilisations sont assurément des personnages à part dont la longévité dépasse l'entendement. Fabuleusement vieilles, elles persistent à vivre dans chacun d'entre nous ; et elles nous survivront encore longtemps<sup>306</sup> ». Samuel Huntington en a tiré des conclusions et présentations qui aujourd'hui encore provoquent de fortes polémiques. A côté de ces auteurs toute l'anthropologie culturelle travaille sur ce « rattachement ultime », avec en particulier en France les travaux d'Emmanuel Todd<sup>307</sup> (voir plus haut). Il est tentant de voir comme un fait de civilisation des comportements comme le rapport au prêt à intérêt. La finance islamique et ses succès contemporains n'est pas un fait anthropologique lointain, et encore moins un marqueur identitaire national. Elle ressemble fort à un attribut de civilisation qui a effectivement marqué la manière de fabriquer un actif financier contemporain sur une base institutionnelle vieille d'au moins vingt-sept siècles (interdit présent dans le Pentateuque, puis repris par les pères de l'église puis les fondateurs de l'Islam). En d'autres termes et pour illustrer la longue période: la clause de diversité des lieux de nos lettres de changes jusqu'à un passé récent est bien une pratique et un fait financiers commun à plusieurs civilisations.

## **La région**

Un des plus connus des ensembles culturels identifiables comme une région est la Méditerranée. L'œuvre de Braudel a également consisté à présenter cet espace comme un espace culturel spécifique, composé lui-même de nombreux sous-ensembles. Il arrive que la région en plus de ses caractéristiques culturelles possède une langue véhiculaire (grec, lingua franca, kiswahili...) qui renforce et facilite le repérage de son identité. On retrouve la région dans les analyses des analystes de l'inter-culturalité qui rapproche les nations par proximité culturelle. C'est le cas du World Values Survey qui regroupe la planète en grandes régions culturelles à partir d'enquêtes mondiales de classification de valeurs. Ces

---

<sup>305</sup> S.Huntington Le choc ... p 45 Odile Jacob. 2000.

<sup>306</sup> Braudel. Grammaire page 33

<sup>307</sup> Et les corrélations très fortes qu'il trouve entre structures historiques de la propriété foncière, structure familiale et comportement politique. Voir en particulier « Structures familiales et système sociaux » 1983.

classifications donnant un monde de clivages culturels pertinents pour l'action politique ou économique<sup>308</sup>.

## La nation

C'est le référentiel, l'échelle de lecture, que l'école du management interculturel a choisi comme le plus signifiant dans l'analyse de nos comportements et de nos valeurs (en d'autres termes, il est plus important d'être français que Breton, femme, jeune, protestant, musulman, ouvrier ou médecin). La culture nationale serait celle qui marquerait, dans l'ensemble très complexe de leurs déterminants, le plus nos comportements. Ce que beaucoup contestent : les régions peuvent avoir, et revendiquent, par exemple des identités bien plus fortes que les nations. Des bases comme le genre donnent de tradition académique (gender analysis) des résultats pertinents en termes de prévisions. « Un suédois est plus proche d'un congolais que d'une suédoise » pour reprendre un mot d'ordre féministe des années 60. Tocqueville fait une prédiction étonnante quand il explique « si on me demandait à quoi je pense qu'il faille principalement attribuer la prospérité singulière et la force croissante de ce peuple, je répondrais que c'est à la supériorité de ses femmes<sup>309</sup> ». Cent quatre-vingt ans plus tard c'est ce qu'explique et retient la Banque Mondiale dans le choix de ses principaux facteurs de développement (promotion des femmes et égalité des genres, priorités du développement au XXIème siècle peuvent être la clé de la performance économique). En d'autres termes alors qu'elle est au cœur de la théorie économique depuis plusieurs siècles, objet de l'économie internationale (entre les nations), support des approches de la mondialisation, sujet d'étude du management interculturel, l'importance de la nation est contestée de toutes parts : genre, région<sup>310</sup> ou religion expliqueraient peut-être plus que le phénomène national.

Nous avons simplement retenu le texte fondateur de Renan (« Qu'est-ce qu'une nation » 1882) comme source première des définitions que nous utilisons. La pertinence et surtout l'actualité de ce texte de 1882 ne nous semblent pas remises en cause par l'abondante et permanente littérature sur le sujet<sup>311</sup>. « Une nation est un principe spirituel résultant des complications profondes de l'histoire, une famille spirituelle, non un groupe déterminé par la configuration du sol... une nation est une âme, un principe spirituel ». <sup>312</sup>. En fait nous dit Renan la nation est une somme de mythes et d'histoires partagés par un groupe : osons le

---

<sup>308</sup> Voir [www.worldvaluessurvey.org](http://www.worldvaluessurvey.org)

<sup>309</sup> De la démocratie en Amérique page 241. Flammarion. 2010.

<sup>310</sup> Rappelons que les NUTS Européennes (unités statistiques régionales: Nomenclature of territorial units for statistics) sont à la base de la vision et des pratiques du développement de l'Union.

<sup>311</sup> Voir par exemple les vues et commentaires de Z.Bauman sur le fait national dans « La société assiégée » Le Rouergue/Chambon 2005. 348 pages. « Ce modèle d'Etat-nation devait demeurer, pour ainsi dire, un projet inachevé...la plupart des nations étaient la plupart du temps de fragiles coalitions de formes de vie partiellement compatibles seulement » page 20.

<sup>312</sup> E.Renan Qu'est-ce qu'une nation ? Page 30. Edition Mille et une nuits. 48 pages. 2010



mot une nation est une « culture commune ». « L'idée nationale est devenue, avec l'aide des historiens, une idéologie optimiste par nature. De là, notamment, vient son succès »<sup>313</sup>.

Nous la retiendrons donc comme l'échelle culturelle choisie pour notre lecture des systèmes de production d'actifs financiers, en nous souvenant de ses limites.

### **La zone linguistique**

La nation est souvent perçue sur une base linguistique. Rien ne semble plus discutabile. Faut-il rappeler que jusqu'à la fin du XIXème siècle la majorité des Français n'avait pas le français pour langue maternelle<sup>314</sup>, et dans de nombreux pays la classe dirigeante ne parlait jamais la langue du peuple. Renan rappelle l'exemple Suisse : « comment la Suisse qui a trois langues, deux religions et trois ou quatre races est-elle une nation quand la Toscane qui est si homogène n'en est pas une<sup>315</sup> ». La langue vernaculaire semble bien plus le marqueur fort de l'ethnie que de la nation. Laissons Marc Bloch résumer ce qui semble faire consensus : « Rien de plus absurde que de confondre la langue avec la nationalité. Mais il ne le serait pas moins de nier son rôle dans la cristallisation des consciences nationales.<sup>316</sup> »

### **La religion**

C'est le choix de Weber ou de Huntington, mais aussi de Marx dans « la question juive », pour analyser le rapport à l'efficacité économique des grandes organisations humaines. Tarde a également insisté sur son importance « La distinction des civilisations, c'est-à-dire des types sociaux les plus accentués, coïncide avec celle des religions, et persiste longtemps après que la foi religieuse s'est évanouie<sup>317</sup> ». Duby rappelle que c'est en vidant les tombes, grâce à l'évangélisation, des produits et outils qui accompagnaient les morts qu'une première forme d'accumulation a pu se concevoir en Europe à partir du VIème siècle<sup>318</sup>.

Ce que l'on peut résumer par le schéma de la page suivante. Notre hypothèse est que si le niveau national de la culture peut parfois être lu dans le système de production d'actifs financiers, ceci n'interdit pas aux autres niveaux d'avoir aussi des effets, en particulier le niveau religieux (donc non-national). De Roover insiste sur le point « aussi bien en ce qui concerne la lettre de change a-t-on eu tort de ne pas accorder une influence décisive à la

---

<sup>313</sup> Shlomo Sand. Comment le peuple juif fut inventé page 131. Flammarion 2010. 606 pages.

<sup>314</sup> « méchants drôles... que leurs parents envoyaient au collège... parlant entre eux un rude patois cévenol auquel je n'entendais rien ». A.Daudet. Le petit chose. Page 96. 1868. Lattès 1995. 444 pages.

<sup>315</sup> E.Renan. Qu'est ce qu'une nation. Page 21.

<sup>316</sup> March Bloch La société féodale page 601 Albin Michel 1968. 700 pages.

<sup>317</sup> G.Tarde. Pchychologie économique. T1. Page 45.

<sup>318</sup> Duby, Féodalité, page 57

théologie : la doctrine de l'église en matière d'usure a joué un rôle primordial dans le développement des papiers de crédit<sup>319</sup> ». Un marché financier structuré par des règles éthiques avant la création des états-nations modernes.

### **Le métier**

Il semble y avoir une culture du métier, «occupational» disent les anglo-saxons ce qui semble mieux rendre compte du fait qu'on est toujours un peu produit par ce que l'on fait. Culture paysanne, militaire, culture de la mine, culture d'ingénieur ou de médecin. Il se peut que cette approche soit pertinente, mais le nombre important de métiers et surtout leur hiérarchie nationale, rend peut être cette axe d'analyse inopérant (une des caractéristiques des cultures nationales est en effet d'imposer un classement spécifique et assez stricte des hiérarchies des métiers). De plus, métiers et genre dans la majorité des cultures sont souvent étroitement liés. Il devient alors difficile de séparer dans un comportement (ici financier) ce qui appartient au genre et ce qui appartient au métier. Plusieurs travaux académiques ont décrit par exemple la « culture des traders ». Le métier de trader s'adresserait à de gros producteurs de testostérone et moins aux autres (donc moins « féminisables »).

### **L'entreprise et la culture d'entreprise**

L'importance de la culture d'entreprise a été mise en exergue à l'occasion de multiples monographies sur les échecs nombreux de fusions domestiques ou internationales. Justifier l'échec d'un regroupement d'entreprises par l'incompatibilité des cultures rendrait l'environnement culturel dominant par rapport à la profitabilité (i.e le business model). Ces manières d'être et d'agir spécifiques à une entreprise sont une hypothèse retenue par la majorité des praticiens du management et quelques théoriciens de la gestion<sup>320</sup>. Ces derniers insistant sur la pérennité de l'entreprise et la construction historique de sa culture « Pourquoi donner tant d'importance aux comportements actuels en négligeant la part de représentations héritées de l'histoire qui les expliquent grandement...la culture (*d'entreprise*) a été abordée comme un facteur de performance<sup>321</sup> » La forte variabilité des modèles (due simplement au nombre d'entreprises et de modèles d'entreprise, et surtout aux changements permanents subis) nous semble rendre le concept inopérant au niveau pratique qui nous concerne (la chaîne de production d'actifs financiers). Le poids joué même par la CIB Goldman Sachs au sein de l'activité globale de marché, bien que majeur, ne semble pouvoir conditionner les mises en place de règles du jeu domestiques.

---

<sup>319</sup> L'évolution de la lettre de change. Page 11. Armand Colin 1953.

<sup>320</sup> Voir pour un essai de synthèse : Maurice Thévenet. La culture d'entreprise. PUF. 2010. 128 pages.

<sup>321</sup> Id page 24 et 81

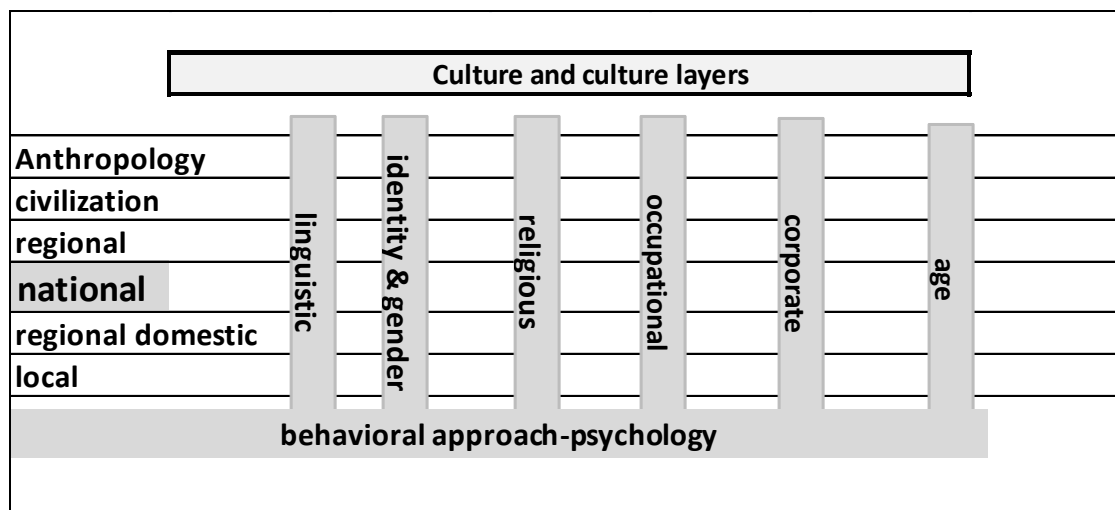


Figure 13 Les nombreuses possibilités d'approches culturelles. Source PL

Chaque croisement de ligne et colonne du tableau peut donner lieu à une approche culturelle d'un fait économique (exemple : les femmes salariées dans la civilisation occidentale, les dentistes en France, les jeunes travailleurs dans une grande ville du Maghreb)

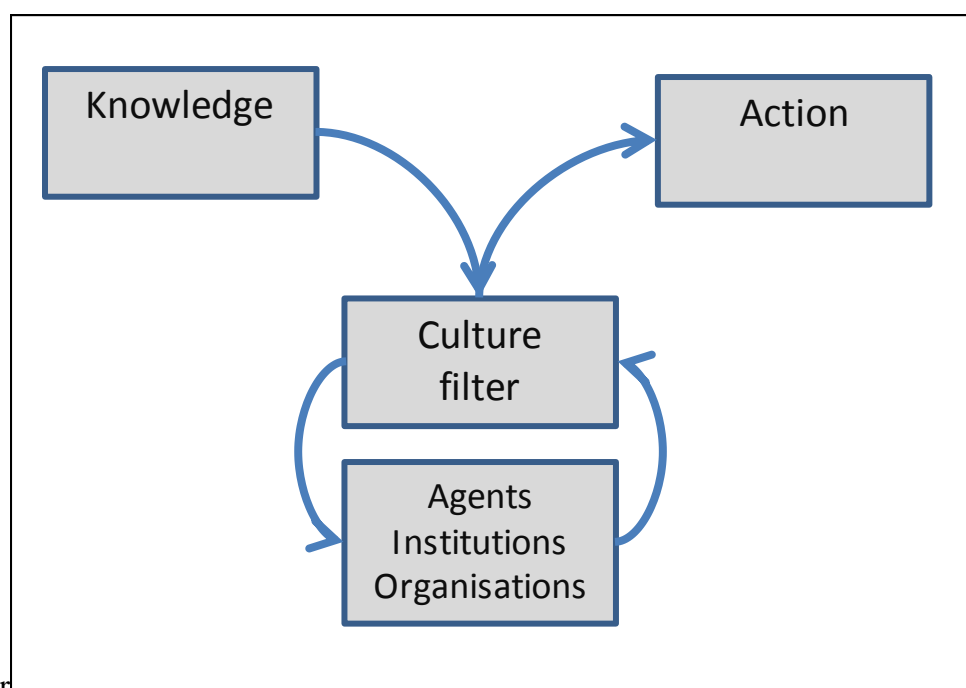
Si nous acceptons l'hypothèse que le fait national est d'abord un fait culturel/historique alors nous devrions pouvoir identifier des marqueurs de cette culture dans l'ensemble des faits sociaux y compris les faits économiques et financiers. Si la manière de marcher, de s'asseoir ou de nager est culturellement identifiable (voir par exemple Marcel Mauss dans « Les techniques du corps ») alors la manière de fabriquer la confiance, la manière de fabriquer un actif financier, peut (nous hésitons à dire « doit ») aussi être culturellement marquée. Sauf à retenir la pensée magique de la création spontanée (approche créationniste).

Ce marquage doit pouvoir s'exprimer dans le type de produits financiers (l'appétit au risque, le domicile des actifs, les techniques de distribution...) et leur consommation, le rôle et le nombre des producteurs de confiance ainsi que les techniques de distribution des produits. En un mot dans le système national de production et circulation d'actifs financiers.

### ***35 – Quelques exemples de marquages culturels de produits ou processus financiers***

Nous décrivons ci-après ce qui nous semble être quelques caractéristiques nationales et culturelles des composants de certains marchés financiers. Il ne s'agit ici ni de définition en compréhension ni de tentative de description en extension. Simplement de quelques éléments qui semblent positivement, par l'observation, montrer l'existence des effets de la culture dans l'organisation des marchés financiers.

Nous reprenons ici un des schémas de D.North<sup>322</sup> sur la nature et les effets des interactions entre organisations, institutions et culture. La culture nationale, amplifie, modifie, minimise les effets de l'interdépendance des institutions qui produisent l'efficacité économique. « The artifactual structure that defines the performance of an economy comprises interdependent institutions; changing just one institution in an attempt to get the desired performance is always an incomplete and sometimes a counterproductive activity »<sup>323</sup>. Ici la culture n'est en somme que le conduit qui va permettre de matérialiser la règle du jeu dans son contexte social réel. L'action, le changement, dont l'efficacité est le résultat de la composition complexe d'institutions est médiatisée par le filtre culturel.



**Figure 14 La culture entre le savoir et l'action pour D.North. Source D. North Shared mental models: Ideologies and Institutions. Page 8, 1993**

L'Europe comme processus politique et économique représente bien cette situation : comment modifier le filtre culturel ? La mise en place du marché intérieur, en particulier financier, est en fait une réflexion sur les différences culturelles nationales et les conditions de la convergence réglementaire mais aussi opérationnelle. C'est exactement ce qui a été fait dans le cadre du long projet FSAP et ses quarante-deux mesures principales, de 1999 à

<sup>322</sup> D.North. Understanding the process of economic change. Princeton University Press. 2005. 187 pages.

<sup>323</sup> D. North . id page 157

2007<sup>324</sup>. Et bien sûr si « significant differences remained – en 2009 après le plan - across member states causing fragmentation<sup>325</sup> » ces différences ne sont pas techniques (donc facilement solubles), mais expressions légales de différences culturelles, typiquement la corporate governance ou l'information publique des entreprises listées<sup>326</sup>.

### **Les fonds de pension : acteurs principaux des marchés financiers et puissants marqueurs culturels.**

Il nous semble que la plus forte manifestation de la réalité culturelle dans la chaîne d'intermédiation réside aujourd'hui (phénomène récent, moins de cinquante ans) dans son principal acteur : les fonds de pension.

“Pensions pay the price for equity bias... Principally it was a case of *people hampered by their history*. People had such a long history of investing successfully in risk assets which made the mindset hard to change”<sup>327</sup>

Les acteurs principaux du monde de la finance par leur poids et leur rôle pérenne (au moins jusqu'en 2020), de très long terme sont les fonds de pension. En fait le choix de cette technique de financement de la retraite est directement dérivé de valeurs culturelles.

Selon le vocabulaire de la Banque Mondiale, désormais utilisé par tous, les fonds de pension sont le deuxième pilier possible du financement des retraites (le premier étant le système public national, et le troisième le système individuel assisté, ou non, d'une enveloppe fiscale).

Les fonds de pension assurent dans un cadre collectif privé ou public, et selon de multiples modalités, le paiement de « quelque chose » à un âge prédéfini par la loi ou par un accord d'entreprise. Ce « quelque chose » peut être un capital (exemple de l'US 401K, modèle mixte à capital partiel et rente) ou une rente viagère dont la constitution peut se faire selon plusieurs modèles (contribution définie, prestation définie, modèle mixte à performance minimum ou contribution définie mais avec performance minimum garantie du portefeuille<sup>328</sup>).

Les fonds sont alimentés généralement par des versements de l'employeur et de l'employé. Ces versements, de l'épargne, sont de très longue durée (souvent plus de 30 ans). Ils sont calculés sur des bases actuarielles généralement optimistes pour assurer une rente à l'âge

---

<sup>324</sup> Voir le site de l'Union, Marché Intérieur, Financial Services Action Plan, et en particulier le rapport de synthèse de CRA International, 243 pages. Mars 2009, pour la section « securities » (page 159-238).

<sup>325</sup> Idem page 162

<sup>326</sup> Exemple de Deutsche Börse qui jusqu'en 1998 admettait au trading des milliers de sociétés étrangères sans procédure officielle d'introduction sur la place (official listing). Polluant ainsi la vision statistique du marché européen des actions. Source : [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

<sup>327</sup> Financial Times. 15 juin 2009. Norma Cohen.

<sup>328</sup> Cette performance minimum requise peut même être définie par le législateur, comme c'est le cas en Belgique.

de la retraite (taux élevé d'actualisation). Le portefeuille des fonds de pension représente aujourd'hui de très loin la première enveloppe d'épargne mondiale. Et donc de facto la première source de financement direct de la planète. Les fonds de pension sont la source de financement long terme et stable de la planète. C'est la base de clientèle de référence et la source de revenus, en montants, de la majorité des acteurs du monde financier, en particulier bien sûr des banques d'investissement.

En effet, la taille des fonds d'investissement en général (plus de USD 50.000 milliards en 2011) et des fonds de pension en particulier (plus de USD 32.000 milliards fin 2011<sup>329</sup>) ne les rend comparables à aucune autre activité, taille d'autant plus stratégiquement importante qu'elle est assez stable et croissante au moins jusqu'en 2020.<sup>330</sup> Les projections démographiques actuelles donnent à penser qu'à partir de 2020, les fonds acheteurs nets d'actifs (buy side par construction) deviendront peu à peu vendeurs nets pour faire face à leurs engagements (renversement en sell side). Ces derniers étant pilotés par les phases démographiques, la fin de la transition démographique mondiale devrait donc s'accompagner d'un important bouleversement financier (l'acheteur historique de long terme se transformant en vendeur structurel de long terme).

L'importance de ces acteurs financiers que sont les fonds de pension fait souvent oublier une de leurs caractéristiques essentielles : plus de la moitié de leur portefeuille sont détenus par des américains, des hollandais, et des britanniques. Ce qui fait que 5% des habitants de la planète (environ 375 millions) détiennent plus de 50% des actifs globaux des fonds<sup>331</sup>.

Concomitance bien sûr ne veut pas dire causalité, mais il est troublant de voir que les pays de Luther et de Calvin (Hollande) concentrent la majorité de ce type d'épargne. Et que dans les autres pays elle est non seulement négligée mais parfois même provoque des dénis troublants. C'est le cas de la France où les mêmes organisations qui ont créé PREFON<sup>332</sup>, système de retraite complémentaire par capitalisation des fonctionnaires, affirment régulièrement leur opposition de principe à ce type de financement de la retraite. Et que dire de FONPEL, créé en 1993 pour les élus locaux, dont trop souvent des bénéficiaires se disent (et agissent) opposés au principe de la capitalisation.

La retraite (et donc les fonds de pension) est un sujet passionnel, donc un sujet culturel. Ce sujet cristallise un point civilisationnel et culturel majeur. C'est la vision du monde qui est en cause : solidarité intergénérationnelle sous tutelle de la puissance publique dans le monde catholique, responsabilité individuelle et du monde du travail dans le monde protestant. Les archétypes de la Belgique néerlandophone catholique opposée aux solutions de retraites mises en œuvre par la Hollande réformée sont souvent utilisés dans le monde.

---

<sup>329</sup> Source : site web de OECD-Pensions at a glance –source majeure – et les rapports annuels MGI (McKinsey Global Institute) [www.mckinsey.com/insights/mgi](http://www.mckinsey.com/insights/mgi)

<sup>330</sup> Voir par exemple IMF. Aging and Financial Markets. 2006 [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>331</sup> Statistiques OECD sur [www.oecd.org](http://www.oecd.org) et revue trimestrielle IPE (Investment and Pension in Europe)

<sup>332</sup> CFTC, CFDT, FO, CGC en 1964

Les vues de Max Weber sont ici directement exploitables : il y a concomitance évidente (mais bien sûr peut être pas causalité) entre pays de réforme et pays de fonds de pension.

L'hypothèse que le choix national du premier pilier<sup>333</sup> (retraite d'état par répartition) ou du deuxième pilier (retraite par capitalisation liée à l'activité dans l'entreprise) est un fait culturel nous semble plus être du domaine de l'observation que de l'analyse, ou même de l'hypothèse. Le monde anglo-saxon protestant fait souvent la preuve de son attachement absolu à la responsabilité individuelle. On voit bien comment ces dernières années l'abandon progressif aux USA comme au Royaume Uni des systèmes en prestations définies (defined benefit) pour ceux à contributions définies (defined contribution) n'a pas posé de problème sérieux de société<sup>334</sup>. Ce point pourtant majeur pour l'avenir des salariés n'a même pas fait significativement surface dans les débats politiques. Alors qu'en Europe continentale, laisser quarante ans d'épargne d'un salarié à la merci complète des aléas de marché demeure pour l'instant inconcevable<sup>335</sup>, et peut être même parfois incompréhensible.

Un article de 2012 de Raj Aggarwal et John Goodell<sup>336</sup> nous semble résumer, dans une approche purement néo-institutionnelle, l'état de la question : comment dans un monde où l'accès à la retraite des salariés a débuté en 1880 peut-on avoir une telle variabilité des systèmes nationaux de protection contre la vieillesse ? Et ce, y compris en Europe où leur harmonisation n'est prévue dans aucun calendrier<sup>337</sup> alors qu'elle est une des conditions à la création d'un marché intégré du travail dans l'union (entre 1795-Speenhamland et 2010 la question a peu évolué). Car en effet « ...in spite of the importance of pension plans, very little is known, even in this age of increasing globalization, about **why** (nous soulignons) they differ internationally..... this paper documents that international differences in pension progressivity are significantly impacted by **national culture** »<sup>338</sup>. La question qui se pose dans cet article de synthèse est simple: comprendre les institutions et les cultures sous-jacentes aux systèmes nationaux de retraite permet aux gestionnaire globaux d'épargne de mieux comprendre les attentes des épargnants et de mieux dessiner une offre de systèmes de collecte et de paiements. Il s'agit bien d'un objectif pratique et concret. Ce qui en termes de méthode est conforté par l'utilisation de la boîte à outil du management interculturel de G.Hofstede et l'usage de ses cinq variables majeures de différenciation culturelle (« We consider Hofstede's culture scales as the best measures for assessing culture in our study »<sup>339</sup>)

---

<sup>333</sup> Pour reprendre le vocabulaire désormais officiel, en particulier au niveau des travaux de la Commission. Nous avons bien conscience que les 3 piliers en cachent en fait d'autres, et surtout une combinatoire très complexe qui fait qu'aucun pays n'utilise un système pur, mais toujours un mélange à dominante nationale.

<sup>334</sup> Même si bien sûr il a provoqué de nombreux questionnements et de sérieux problèmes individuels

<sup>335</sup> Voir les différents rapports sur COR sur ce sujet (conseil d'orientation des retraites) [www.cor-retraites.fr](http://www.cor-retraites.fr)

<sup>336</sup> Janvier 2012 Political-Economy of Pension Plans: Impact of Institutions, Gender, and Culture. 58 pages. Akron University. SSRN. A noter : les chiffres repris dans cet article ne semblent utiliser que ceux de l'OECD sur les pays OECD, minorant le montant total des actifs gérés par les fonds de pension.

<sup>337</sup> Car reléguée par construction au niveau national selon le principe de subsidiarité.

<sup>338</sup> Aggarwal page 3

<sup>339</sup> Aggarwal page 22

Mais pourquoi la culture est-elle centrale dans le choix et la vision des pensions, cœur rappelons-le du marché financier contemporain<sup>340</sup>?

Pour une raison simple nous dit Aggarwal, et nous partageons entièrement ses vues: “there are good reasons to believe that culture plays an important role in pension decisions. One reason is the **complexity of pension decisions**. Pension decisions are complex as they involve long horizons and estimates of many uncertain variables far into the future and, even if the necessary information is available, the trade-offs involved are far too complicated”. La complexité et surtout l’horizon moyen si long des questions de retraites rendent l’acte de calcul impossible, voire absurde.

Sur un horizon d’épargne de plus de soixante années (60 !) pour un salarié moyen (investissement puis désinvestissement du portefeuille) le calcul des agents se transforme en pure futurologie. En un acte parfaitement « irrationnel » de fait. C’est-à-dire en un acte de foi, en un acte de culture. Le seul changement d’un pourcent (1%) de rendement dans l’estimation des valeurs futures des placements modifie totalement le montant futur de la pension<sup>341</sup>. Un salarié né en 1930 avait-il la moindre chance de pouvoir imaginer ses possibilités d’investissement en l’an 2000 ? La seule attitude rationnelle demeure donc les choix dictés par les valeurs de la culture. En clair, solidarité, individualisme, collectivisme, devoir, nation, recherche de risques, long terme ... toute valeur dans laquelle l’acteur croit ou pas en la pérennité. D’où par exemple les biais domestiques majeurs dans les portefeuilles. D’autant que des phénomènes d’ancrage des pratiques financières les rendent proches des autres pratiques sociales « il est intéressant de constater que même menacés de famine les pauvres restent très conservateurs dans leurs goûts et peu enclins à envisager des innovations<sup>342</sup> ». Que dire alors de l’inertie des pratiques financières !

Prenons un dernier exemple basé sur les dimensions culturelles de G.Hofstede, et qui confirme une approche qui est assez banale dans le monde de l’entreprise.

Il est repris de Craven et Goad Oliver dans «The influence of culture on pension plans<sup>343</sup> » Rappelons que les dimensions de Hofstede ne sont pas une hypothèse ou une axiomatique complexe, mais le résultat du dépouillement d’une grande enquête comportementale statistique mondiale. « Pension plans reflect the propensity of a society (or company) to care for its members in the future. The cultural attribute that is most apparent in terms of the provision of pension plans is Hofstede's (1980) power distance dimension (Hempel, 1998). Power distance is the society's level of equality among the members. Countries exhibiting a high level of power distance have a great deal of social inequality and autocratic leadership. Individuals in these countries seek to maintain the distance among its members. Countries with lower power distance are more likely to

---

<sup>340</sup> Voir par exemple une explication basée sur les indices de Hofstede dans S.Beugelsdijk et B.Frijns A cultural explanation of the foreign bias international asset allocation. 2008. 31 pages Pdf sur SSRN

<sup>341</sup> Rappel : en 60 ans, la durée de placement moyen d’un salarié pour sa période d’épargne et de désépargne, 100 Euros placés à 2% se « transforment » en 330 Euros, et à 4% en 1100 Euros. Toute estimation des avoirs futurs réels déflatés d’un placement n’est donc qu’un vague pari et ne peut être un calcul rationnel. La seule modification des frais de gestion des trente points de base (sur 120 en moyenne en Europe) modifie significativement la valeur future des avoirs.

<sup>342</sup> Alain Forrest. La révolution française et les pauvres. Page 42. Perrin 1986. 257 pages.

<sup>343</sup> K.Kravens et E.Goad Oliver. Page 524. University of Tulsa. The international journal of accounting. Vol. 35, No. 4, pp. 521-537. 2000.



remove the inequalities in power or wealth among its members. Hempel (1998) notes that "the difference in sources and covered groups for pension programs is one of the most immediately striking variations across countries." Hempel (1998) provides an analysis of the pension coverage averages for several countries and compares the level of coverage by country scores for the power distance dimension. ***His conclusion is that culture (in terms of the power distance dimension) explains the differences in pension coverage.*** (*nous soulignons*) Societies exhibiting low power distance are more likely to attempt to reduce income differences between its members with pension benefits. The pension benefits might be more generous in these countries and oriented towards generating more income for employees with lower income levels."

En clair l'appétit culturel pour les pensions d'entreprise est corrélé inversement avec l'indice de distance hiérarchique (PDI, power distance index) de Hofstede. En d'autres termes, quel que soit l'employeur, c'est son appartenance à une aire culturelle qui va définir son comportement et sa contribution à la pension de ses employés. « Evidence » couramment constatée dans le monde de l'entreprise et que la recherche académique semble confirmer.

Nous ne voulons pas, ne pouvons pas par manque de moyens, ici expliquer les formes prises par les fonds de pension par la culture nationale. Nous soulignons simplement le fait que les formes nationales prises par les fonds de pension, principaux contributeurs au financement global, sont une des formes prises ***par construction*** par la culture nationale. Ces formes ne naissent pas par hasard sauf à retomber dans le créationnisme évoqué plus haut. Elles ne sont pas, comme déjà évoqué, nées « un beau matin de printemps ». Elles sont le résultat d'un long processus historique. Il nous paraît donc simplement très cohérent que dans un pays où l'indice d'individualisme (ICI : individualist-collectivist index) au sens de Hofstede est très fort une logique de pension par capitalisation dans un compte individuel soit mise en place (USA) alors que dans les pays très collectivistes, toujours au sens de Hofstede, la répartition et la solidarité intergénérationnelle soient privilégiées. Il n'y a pas de lien causal : c'est la même manifestation culturelle (individualisme et doute de l'Etat<sup>344</sup>).

Pour l'analyse du fonctionnement du marché financier il est bien sûr plus qu'important de savoir qui est, et pourquoi, sa principale source de capacité de financement. Où est la source de financement externe direct ? Il faut conserver en tête les chiffres de base : sur un total d'environ USD 32.000 milliards d'actifs le coût global d'intermédiation est supérieur à 1%, donc supérieur à USD 320 milliards par an. Ce coût et donc ce revenu, rappelons-le n'est pas une friction mais un coût de production de la confiance qui conduit à l'écriture comptable qui lie les différents bilans de la chaîne. Ces USD 320 milliards sont aujourd'hui pour l'essentiel le revenu des CIB et des Asset Managers.

Nous sommes donc devant une question majeure mais bien sûr sans réponse : si le classement des valeurs des acteurs anglo-saxons, leur culture, avait conduit à privilégier la répartition nationale au lieu de la capitalisation « occupational » (liée à l'activité professionnelle) quel serait aujourd'hui l'état de marché financier global, et où serait son centre géo-politique ? USD 32.000 milliards d'actifs financiers en 2012 et un engagement global des pensions par capitalisation de plus USD 300.000 milliards à un horizon de 20

---

<sup>344</sup> Voir sur ce sujet Jeremy Paxman. Les anglais. Editions Saint Simon 2003. L'auteur insiste sur les aspects culturels de l'individualisme, la tolérance et le refus du rôle important de l'état.

ans doivent être une des grandes forces structurantes du marché. Et cette question semble avoir un contenu culturel : préférence pour l'individualisme et acceptation de l'incertitude, deux des dimensions de Hofstede pour caractériser les cultures nationales.

### **Autres exemples de biais culturels dans le monde des marchés financiers**

Nous choisissons ci-après quelques exemples de pratiques de marché très dépendantes de leur contexte national et culturel. Ces exemples ne démontrent rien, ils ne font que montrer notre sujet. Oui on peut repérer des marqueurs culturels dans le paysage financier. Il y a bien des pratiques financières nationales qu'un paradigme « beckerien » ne pourra jamais éclairer.

Nous ne voulons pas montrer ce qu'est la culture dans le monde financier, sujet trop large pour nous, mais qu'il est facile de repérer des strates ou des biais culturels dans le monde financier. Et bien sûr de pouvoir utiliser l'aspect prédictif de ces strates.

- **La grammaire élémentaire des événements de marché.** Il s'agit simplement de rappeler qu'il n'y a pas d'accord clair et universel sur ce que signifie acheter et vendre ou prêter et emprunter. Un simple achat doit conduire au transfert de propriété d'un actif. On pourrait penser que le déroulement de cet achat se fait aujourd'hui selon des règles universelles connues et admises et conduit aux mêmes effets au même moment dans tous les pays du globe. Rien n'est plus faux ! Et la règle de notre article 1583 du code civil « la propriété est acquise de droit à l'acheteur à l'égard du vendeur dès que l'on est convenu de la chose et du prix, quoique que la chose n'ait pas encore été livrée et le prix payé » connaît un grand nombre de variantes qui perturbent souvent le néophyte en opérations de marché. Et continue à opposer les conceptions et les pratiques des hommes de marché.

En effet au moins quatre dates peuvent constater, initier ou provoquer le transfert de propriété

- date de négociation (trade date)
- date de matching (affirmation-confirmation date)
- date prévue de dénouement (contractual settlement date)
- date réelle de dénouement (actual settlement date)

A ces quatre dates peuvent s'attacher un transfert complet ou partiel du droit de propriété, d'usufruit ou de nue-propriété. Typiquement, on peut par exemple transférer entièrement les droits de propriété mais pas les droits de vote, que seul un délai de détention suffisant des titres peut fournir<sup>345</sup>, ou multiplier<sup>346</sup> (droits de vote multiples).

Les grandes fusions dans l'Europe de l'Union se heurtent à des strates de sédiments culturels et historiques parfois étonnants. Quand nos voisins allemands donnent à la chambre de compensation du collatéral sous forme de titres ils le font juridiquement sous forme de gage, alors que les Français privilégient le plein transfert de propriété du collatéral.<sup>347</sup>. Avec tous les effets sur les capacités possibles de réhypothécatation (re-prêter

---

<sup>345</sup> Cas du Japon

<sup>346</sup> Cas de la France

<sup>347</sup> Sources : Eurex Clearing et LCH-Clearnet

les titres acquis par emprunt ou transfert de collatéral en pleine propriété). Ce ne sont pas des détails, mais l'organisation globale du marché qui en dépend.

Et que dire des formes de détention anglo-saxonnes historiques (trust) ignorées du monde latin et que l'on retrouve très clivantes dans le monde des fonds d'investissement. Les anglo-saxons utilisent des véhicules dits « unit trust » basés sur les common laws des trusts, les français et autres latins ne connaissent que l'indivision des FCP (fonds communs de placement) ou la propriété d'actions de SICAV. Comment imaginer un monde vraiment globalisé sans accord sur la nature juridique des instruments ? La force des fonds Luxembourgeois (i.e domiciliés au Luxembourg) face à leurs concurrents, semble provenir de la combinaison de règles de droit nationales (dans une enveloppe européenne il est vrai) et d'un niveau de crédit-confiance accordé par les opérateurs globaux.

En clair, ce sont bien les vieilles règles nationales qui aujourd'hui encore définissent la grammaire de base des événements de marché. Ces règles sont par exemple partiellement recensées par les groupes de travail dits SMPG<sup>348</sup> (Securities Market Practices Group) de SWIFT. Ce groupe de travail en plein XXIème siècle continue à tenter de comprendre ce que nos propres voisins européens mettent comme pratiques derrière les mêmes mots du langage financier courant (dividende, droit de vote, émission, propriété, dépositaire central...). En fait ce que l'histoire et la culture ont nationalement construit (les SMPG sont nationaux).

Encore une fois nous ne parlons pas de friction, ou d'inefficacité, nous évoquons simplement des manières nationales d'améliorer la confiance qui s'effacent très difficilement devant des règles plus globales. Dénouer un banal achat à T+2 (Allemagne) ou T+3 (France) n'est pas la description d'une friction inutile mais d'une règle de production matérielle incontournable d'une écriture comptable synonyme d'actifs financiers. T+0, T+1 ou T+n ne sont pas plus efficaces, simplement différents. Le vieux règlement mensuel français (RM) n'était pas un marché « dépassé » par le T+3 imposé par l'ISMA anglo-saxonne, simplement un marché aux règles différentes. Culturellement et historiquement différentes : le RM étant archétypal de la complexité élitiste des processus français (option gratuite sur un marché cash à dénouement mensuel)

#### - Les fonds 401K américains

Ces fonds portent le nom de l'article du code des impôts US qui permet d'exonérer d'impôt sur le revenu USD 17.000 par an (valeur 2012) de contribution de l'employé et USD 50.000 (valeur 2012) de contribution totale (employé plus abondamment employeur). Comme toutes les formes au monde de capitalisation en vue de la retraite ils ne sont donc par essence qu'une enveloppe fiscale. Donc un choix démocratique de société. La sortie anticipée du plan avant l'âge requis, sous forme de capital, n'est assortie que d'une pénalité fiscale (10%)<sup>349</sup> relativement dissuasive mais qui n'interdit cependant pas toute liquidation anticipée des plans.

---

<sup>348</sup> Voir [www.SMPG.org](http://www.SMPG.org)

<sup>349</sup> Voir le site de l'IRS pour les règles détaillées [www.IRS.us.gov](http://www.IRS.us.gov)

Ces fonds représentent environ un fonds d'épargne en vue de la retraite sur six aux USA et 50 millions de salariés américains pour une détention d'environ 3.000 milliards de dollars. Ils ont cette particularité de pouvoir être investis entièrement en titres de l'entreprise<sup>350</sup> et au mépris total des règles élémentaires de concentration de portefeuille (comme un PEE – plan d'épargne en entreprise- français). De plus la sortie peut se faire en capital à un âge dérogatoire du droit de la retraite et de la pratique d'entreprise (59,5 ans, ou avant dans certaines conditions, au lieu des 67 ans requis pour la pension d'état). Ceci devrait interdire de les présenter, ou de les analyser, comme des instruments de pension mais plutôt comme les instruments d'épargne longue qu'ils sont. Ils sont pourtant l'essentiel de la retraite de plus de dix millions de retraités américains.

Ces fonds nous semblent archétypaux de la dimension individualiste mesurée par Hofstede dans ses enquêtes. Un choix aussi important que celui de l'épargne de toute une vie de travail ne peut être sous-traité à la collectivité représentée par l'état. Il doit être piloté par l'individu lui-même<sup>351</sup>. Par rapport au sujet général des fonds de pension évoqué plus haut, nous pensons avoir ici une forme exacerbée de l'individualisme anglo-saxon protestant, et son thème central de la responsabilité. Tout doit être laissé au libre choix de l'individu : entrée dans le plan, montant des versements, nature du support, durée des versements, forme de sortie (anticipée ou non, rente ou capital). Nous sommes bien loin des mécanismes de solidarité obligatoire, en particulier intergénérationnels, des cultures où la dimension collectiviste est plus forte. Nous sommes en plein cœur des marqueurs culturels de la finance de marché. Ces marqueurs culturels portent d'ailleurs le nom des actes décidés et votés par les représentants du peuple (401K, ou articles 39 et 83 du CGI en France) et pas par ceux du marché<sup>352</sup>.

En d'autres termes ce ne sont pas les intermédiaires financiers qui font ces produits, mais une autre composante essentielle du marché : la puissance publique et les représentants de la nation qui traduisent des aspirations à fondements culturels. Sans avantage ni enveloppe fiscaux, donc sans décision d'un parlement, rappelons-le, ni fonds de pension, ni 401K, ni PERCO n'auraient vu le jour. L'épargne longue n'est souvent que fiscalité et donc décisions collectives.

### - **Comptabilité titres et dématérialisation.**

Beaucoup de français l'ignorent mais ils appartiennent à un groupe de pays pionniers dans la refonte des règles du jeu des marchés financiers. Une de ces règles, et peut-être la plus incomprise et la plus culturellement signifiante, est la dématérialisation des actifs financiers. La France a adopté cette mesure il y a plus de trente ans<sup>353</sup>. Les USA ne font,

---

<sup>350</sup> Cas de plus de 10.000 salariés d'Enron

<sup>351</sup> Ce qui produit un écho assez pertinent avec les débats en cours sur les essais de réformes des systèmes de santé par les équipes Obama. La liberté de choix individuel demeure plus importante que l'amélioration du bien-être moyen pour les opposants à la réforme : on ne peut obliger un « homme libre » à acheter un produit financier. Une confirmation très concrète des valeurs ICI (Individualist-Collectivist Index) d'Hofstede pour les USA. Voir [www.geert-hofstede.com](http://www.geert-hofstede.com) pour un comparatif graphique international des dimensions.

<sup>352</sup> Voir un résumé dans AMF Risques et tendances n°6 Juin 2009 « l'épargne retraite en entreprise. Un état des lieux au regard de l'expérience américaine ». F.Pansard et . B.Sejourné. 32 pages.

<sup>353</sup> Dans la loi de finance pour 1982 votée le 31 décembre 1981 et mise en œuvre le 3 novembre 1983 pour les valeurs mobilières (10 ans plus tard pour les titres du marché monétaire).

depuis cette époque, que continuer à l'évoquer sans arriver à la mettre en place. Seule la culture peut expliquer ce retard: technologie, politique ou droit étant incapables de donner la moindre piste explicative à cette anomalie juridique.

La dématérialisation n'a rien à voir avec l'informatisation (automatisation) des écritures. Elle n'est pas une révolution technique mais une révolution juridique. Elle stipule que le droit de propriété est porté par une ouverture de compte chez un intermédiaire habilité ou chez l'émetteur des titres. C'est le compte qui apporte la preuve de la propriété et de ses effets. La propriété du titre ne peut donc plus être « au porteur » comme un vulgaire billet de banque centrale.

Il peut sembler troublant que cette règle à l'évidence sécurisante et productiviste soit incapable de traverser l'Atlantique. Pourquoi l'obligation de détenir ses valeurs mobilières sous forme d'inscription en compte, et l'interdiction de les détenir grâce à un droit incorporé dans un support papier est-elle toujours refusée aux USA<sup>354</sup> ?

La réponse semble simple. Parce qu'obliger ou interdire dans le monde de liberté si bien décrit par Tocqueville n'est pas concevable. C'est un élément de liberté (ou plutôt, vu comme tel) que de pouvoir détenir un papier plutôt qu'une inscription en compte chez un intermédiaire et/ou chez un émetteur. Il était facile en 1983, et cela a été fait dans les milieux professionnels, de prévoir que les derniers à dématérialiser leur marché seraient les USA. Cette logique de prescription de règles contraignantes par une autorité centrale est culturellement peu admissible.

Les USA continuent donc d'utiliser une technique alternative qui permet aux détenteurs de titres de bénéficier à la fois de la productivité des écritures comptables mais aussi de pouvoir détenir du papier si besoin : l'immobilisation. Dans cette technique les titres physiques sont immobilisés chez le dépositaire central et circulent par inscription en compte entre intermédiaires et investisseurs. Mais il est toujours possible de retirer des titres papier chez le dépositaire central pour réaliser une livraison physique chez un investisseur qui en ferait la demande<sup>355</sup>. Car c'est son droit, ou plutôt sa liberté de mode de détention.

C'est donc un bel exemple d'écart culturel entre deux nations qui se traduit par des règles de marché opposées et pérennes, alors que la « rationalité » économique devrait en imposer une seule (la dématérialisation). Nous retrouvons la proposition de H.Simon : ce qui est rationnel est ce qui est cohérent avec les valeurs de l'individu, valeurs qu'il partage et qu'il tient d'un groupe<sup>356</sup>. « Une des caractéristiques du comportement humain est que les

---

<sup>354</sup> Il est à noter qu'après plus de dix ans d'hésitation la Commission Européenne-Marché intérieur a le 7 mars 2012, après consultation du marché en 2011, émis une proposition de réglementation européenne des CSD qui propose la dématérialisation des titres cotés sur un marché officiel pour le 1<sup>er</sup> janvier 2020 (et le passage à T+2, condition de T2S, pour le premier janvier 2015). Site de l'Union : « Improving securities settlement in the European Union and on Central Securities Depositories » 101 pages. Il est à noter que la commission continue de considérer le settlement comme un service "core" mais l'application des OST sur les compte titres (core) sans OST.

<sup>355</sup> Bien sûr l'investisseur devra supporter un coût de transaction très supérieur, par exemple une pénalité de USD100 (cas en 2010).

<sup>356</sup> H.Simon . Administration et processus de décision. Economica 1983

membres d'un groupe organisé ont tendance à s'identifier à ce groupe»<sup>357</sup>. Ce qui est rationnel est donc d'être cohérent avec les attentes du groupe. Avec sa culture.

L'exemple est d'autant significatif que la dématérialisation, i.e le droit du compte, s'accompagne d'une comptabilité et en France d'un plan comptable titres obligatoire chez les intermédiaires teneurs de compte<sup>358</sup>. Validant ainsi une ancienne constatation des professionnels mais aussi des chercheurs académiques sur la culture française et son usage culturel immodéré de la comptabilité. Philippe d'Iribarne et d'autres chercheurs<sup>359</sup> ont fait ce constat : comptabilité et rapport à la comptabilité sont très marqués culturellement.

Ce que Hofstede résume de la façon suivante : « if accounting systems are uncertainty avoidance rituals, one can expect that a society's score on uncertainty avoidance will strongly affect its accounting principles: more strongly uncertainty avoiding societies – *c'est le cas de la France* – will have more precise rules on how to handle different cases – *c'est le cas de la France et de son plan comptable general et titres* - ... in stronger uncertainty avoidance societies like Germany and France accounting systems will be not only more detailed but they will also to a larger extent be theoretically based pretending to derive from consistent general economic principles»<sup>360</sup>. L'instruction 15 de la Sicovam (plan comptable titres 1983) serait donc dans une entreprise créée par l'occupant allemand une manifestation du refus du risque (uncertainty avoidance) caractéristique de la culture française.

Nous sommes bien dans un cas où dans une droite ligne weberienne la culture vient modifier l'efficacité économique, ici négativement comme dans les « backward societies » décrites par E.Banfield.

#### - Genre des opérateurs et risques.

La crise du crédit de 2007 a révélé, ou plutôt rappelé, bien des évidences. En particulier celles liées à la prise immodérée de risques et dont un éclairage nouveau est donné par Kahneman et Tversky dans leur prospect theory (risk avoidance on gains and risk seeking on losses). A ce sujet, et comme possibilité d'amélioration de la gestion du risque, plusieurs CIB ont très sérieusement désiré modifier le taux de masculinisation anormalement fort que l'on rencontre dans les salles de marché. Et ce, en particulier en se rapprochant des traders qui utilisent des méthodes quantitatives avancées, et donc des modèles dont la pertinence est remise en cause à chaque crise (« to confuse the model with the world is to embrace a future disaster driven by the belief that humans obey

---

<sup>357</sup> Id page 13

<sup>358</sup> Voir instruction 15 de la Sicovam. 1983. La seule évocation de cette réalité provoque aujourd'hui encore, 2011, des réactions d'étonnement et d'incompréhension chez les participants de marché américains. Un plan comptable **obligatoire** pour les titres ! C'est la forme du débat que nous retrouvons sur la convergence des GAAP (Generally Accepted Accounting Procedures : les mots ont un sens) et des IFRS : l'usage accepté contre la règle imposée par le pouvoir central (ces sujets sont toujours des projets de lois, pas des propositions)

<sup>359</sup> Par exemple récemment : Les normes comptables internationales et culture des acteurs de la comptabilité. Le cas de la Tunisie. Thèse Paris I. 2007. A noter : ce travail utilise également les travaux de G.Hofstede.

<sup>360</sup> Geert and Gert Jan Hofstede. Culture and organization. The software of the mind. Page 259. Mc Graw Hill 2005. 436 pages.

mathematical rules »<sup>361</sup>). Mais des études cliniques et académiques se multiplient pour montrer que le taux de testostérone définit l'attitude face au risque, en particulier au risque financier, car cette dernière dépend en grande partie de l'agressivité des acteurs<sup>362</sup>. « The results of this study suggest that testosterone has both organisational and activational effects on financial risk aversion<sup>363</sup> ».

Or le genre (et les comportements liés) possède une très forte composante culturelle et civilisationnelle. Depuis les travaux pionniers de Margareth Meade et Bronislaw Malinowski l'analyse de comportements sexués (gender analysis) est presque devenu une discipline académique en soi tant son importance dans tous les domaines du social, y compris économique, est grande. La banque mondiale en a fait une priorité de ce XXIème siècle. Nous acceptons donc comme un fait que le partage des rôles, en particulier professionnels entre hommes et femmes soit un élément de civilisation et de culture.

La finance de marché a réservé un rôle anormalement important, même si en tendance le ratio M/F se modifie légèrement comme dans beaucoup d'activités, aux jeunes mâles en particulier dans les salles de marché. Il n'est donc pas absurde d'évoquer un lien étroit entre outils/organisations de marché, manières de les utiliser et masculinisation culturelle des rôles. Rappelons de nouveau, simple illustration, que jusqu'en 1969 les femmes étaient interdites d'accès à la Bourse de Paris<sup>364</sup> ! L'utilisation des composants de marché est très majoritairement un fait d'homme et non de femme, et donc de pratiques culturelles relatives au genre. John Stuart Mill, comme héros féministe et aussi comme économiste, aurait certainement soutenu cette vue : le marché concret fonctionne avec des mâles concrets, et donc avec des règles du jeu nécessairement conformes à leur culture. L'excès de prise de risque et les modèles comportementaux qu'ils supposent, mais surtout les réponses organisationnelles et réglementaires du régulateur sont bien un effet (partiel il est vrai) du genre. La matérialisation du genre étant un fait de culture et de civilisation<sup>365</sup>.

Depuis LTCM en 1998 (Merton, Scholes et Meriwether), les scandales financiers et dérives significatifs liés à l'activité de marché et rendus publics, n'ont que rarement impliqué une femme. Les scandales Leeson (Baring) ou Kerviel (SocGen), assez identiques en nature, sont archétypaux en ce sens. Ce qu'il semble nécessaire de réguler semble donc être un comportement de mâle, de mâles Mundugumor plutôt qu'Arapesh aurait dit M.Mead.

John Stuart Mill (avec sa compagne Harriet Taylor) ou Alexis de Tocqueville (qui, dans « de la démocratie en Amérique », voyait dans le statut de la femme américaine la cause des futurs succès des USA) auraient aujourd'hui du mal à comprendre qu'un sujet aussi profondément économique (travail et marché du travail, la moitié de la force de travail de l'humanité, et bien plus de la moitié du travail réalisé ajouteraient les féministes) ait ainsi

---

<sup>361</sup> Voir le célèbre petit pamphlet « The Manifesto » de Paul Wilmott et Emanuel Derman, Wilmott est « quant » et un pédagogue influent des marchés auteurs d'ouvrages de référence sur les techniques quantitatives, sur les limites épistémologiques de la modélisation et donc du pricing de certains instruments. Sur [www.paul.wilmott.com](http://www.paul.wilmott.com)

<sup>362</sup> Voir par exemple Sapienza et al : « Gender differences in financial risk aversion and career choices are affected by testosterone ». Sept 2009. 6 pages. PNAS. Vol 106. N°36. [www.pnas.org](http://www.pnas.org)

<sup>363</sup> Id page 3

<sup>364</sup> En réalité un lieu spécifique et discret leur était réservé

<sup>365</sup> Nous n'ignorons pas l'étendue des contestations des découvertes de Meade.

disparu du paradigme dominant pendant plus d'un siècle. Et ne se retrouve dans le débat économique que sous forme « d'intrusion » théorique<sup>366</sup>.

- **Les fonds monétaires et leur détention expliqués par les dimensions de Geert Hofstede.**

Le rôle important des fonds monétaires (money market funds) dans le fonctionnement global des marchés financiers a été révélé, le mot n'est pas trop fort, par la crise du crédit de 2007. Jusque-là, le rôle du « shadow banking » dans l'économie du financement n'avait pas attiré beaucoup d'attention académique et encore moins du législateur. Ces fonds participent en effet massivement comme prêteurs structurels (long only) à la liquidité des marchés, agissant de fait comme un prêteur bancaire mais sans possibilité de création monétaire. Le plus souvent à partir d'opérations simples de REPO : réception des fonds des souscripteurs et prêts de ces fonds contre collatéral par une opération de pension. Ce collatéral titres pouvant lui-même être de nouveau prêté, réhypothécatation, dans le cadre d'une opération de prêt-emprunt (recherche de liquidité sur le titre). Le rôle de ces fonds était négligé car ils n'appartenaient pas aux acteurs classiques du main stream et peu d'auteurs jugeaient utiles d'analyser leurs comportements à effet systémique<sup>367</sup>. Leur retrait brutal du marché de la liquidité à l'occasion de la crise a donc eu des effets par construction non-prévisibles. Si un agent n'existe pas, son comportement ne peut bien sûr être analysé. Encore une fois la réalité a montré combien la connaissance concrète des organisations et des institutions est un préalable à la prévision et donc à l'action<sup>368</sup>.

Ces fonds monétaires ont la caractéristique réglementaire d'être considérés comme peu risqués et d'avoir une valeur liquidative peu volatile et à pente historique de performances quasi constante. Performance et volatilité sont donc très faibles, voire presque nulles en période de taux courts faibles et compte tenu des frais de gestion déduits de la performance.

Ce sont des fonds réservés soit à des placements à très court terme, soit à des investisseurs très réticents à la prise de risque. On peut constater qu'il existe une corrélation très étroite entre l'indice UAI (uncertainty avoidance index) et la détention de produits monétaires par le grand public<sup>369</sup>. Nous parlons bien de la détention « retail » et non pas institutionnelle qui est sujette à bien d'autres contraintes dans ses choix d'investissement (par exemple : l'interdiction interne ou réglementaire d'être long cash chez un établissement financier en overnight).

La répulsion du risque, c'est-à-dire l'intolérance plus ou moins grande à l'incertitude, chez le consommateur de produits financiers est, hypothèse forte nous semble-t-il, un élément culturel. C'est une conception et vision de l'avenir qui favorise ou diminue l'anxiété. Comme le rappelle Hofstede « like the (*other*) values ... feelings of uncertainty are

---

<sup>366</sup> Par exemple Edmond Alphandery dans son classique « Cours d'analyse macroéconomique » Economica, 1976, 373 pages, qui a formé des générations d'étudiants français, le mot « genre » n'est pas utilisé.

<sup>367</sup> Nous n'en avons trouvé aucun dans le monde académique européen jusqu'en 2007, mais notre recherche n'était sans doute pas exhaustive.

<sup>368</sup> Rappel déjà cité : le Sénat français a fait la même remarque dans un rapport sur les ICSD provoqué par un événement politique fortuit.

<sup>369</sup> Travaux personnels chez BNP Paribas Funds Services en 2008. Nous n'avons pas actualisé ce travail depuis la fin de la crise du crédit



acquired and learned. Those feelings and the ways of coping with them belongs to the cultural heritage of societies... every human society has developed ways to alleviate this anxiety<sup>370</sup>». Il nous semble probable que la détention de produits financiers fortement volatiles ne provoque pas la même anxiété que celle de produits à rendement constant et quasi garanti.

La France est un pays qui possède un très fort indice UAI et une tolérance générale faible à l'incertitude. Ou pour utiliser du vocabulaire de marché une certaine répulsion pour la volatilité et le risque (voir les matrices d'Hofstede). Il est donc cohérent de retrouver dans ce pays le plus grand nombre de consommateurs retail de produits monétaires<sup>371</sup>. Et ce qui nous paraît majeur pour notre sujet: tout naturellement les institutions et les organisations qui permettent la fabrication et la distribution (circulation) de ces produits. Par exemple, un marché officiel (une bourse de valeur) est assez inutile dans le fonctionnement d'une SICAV monétaire, par contre des outils et procédures efficaces de souscription-rachat sont obligatoires pour permettre des portefeuilles de petit montants (pour éviter que les frais ne détruisent les performances). Constaté une faiblesse historique, un « retard », de la bourse en France comme l'ont fait de si nombreuses études<sup>372</sup>, par exemple avec des ratios capitalisation/PIB beaucoup plus faibles que dans les pays anglo-saxons, ne fait que négliger une préférence culturelle pour la stabilité<sup>373</sup>.

Et donc pose un mauvais diagnostic sur une réalité financière : mauvaise structure institutionnelle ou « mauvaise culture » ?

#### - **L'équities bias et le home equities bias**

C'est sans doute le biais culturel le plus fameux et le plus analysé par les professionnels comme par le monde académique<sup>374</sup>.

Il est d'une double nature :

- **La nature nationale** : les investisseurs privilégient, pour ne pas dire plébiscitent les actifs domestiques dans la constitution des portefeuilles. Les gérants de portefeuille les plus appréciés sont souvent soumis à ce biais contraire à toute logique et à toute approche un peu rationnelle de diversification de portefeuille (les mots « logique » et « rationnelle » ayant ici un contenu très contestable bien sûr). La réalité est pourtant peu contestable : on préfère investir dans des valeurs US aux USA et françaises en France quelles que soient les opportunités d'investissement offertes de l'autre côté des frontières. Evidemment les coûts de transaction cross border ne peuvent expliquer, en particulier pour le monde professionnel un tel comportement

---

<sup>370</sup> G et GJ Hofstede Cultures and organizations pages 165 and 167.

<sup>371</sup> Voir les statistiques EFAMA sur le sujet dans [www.efama.com](http://www.efama.com) et le rapport annuel de cette organisation

<sup>372</sup> Par exemple des travaux d'approche juridique de La Porta

<sup>373</sup> De plus les résultats de ces approches sont très souvent biaisés par la confusion académique fréquente entre marchés financiers et marchés boursiers (autre « terrible simplification »)

<sup>374</sup> Exemple d'analyse dans World Bank. Pension Funds and Capital Market Development. Dec 2008. 94 pages. C.Raddatz et S.Schmukler <http://econ.worldbank.org> working paper 4787

- **La nature des produits** : les anglo-saxons ont une préférence revendiquée pour le produit action face aux produits de taux. Nous avons en 2009-2010 recensé plus de dix articles où des auteurs du Financial Times faisaient état de la fierté anglo-saxonne de l' « equities culture<sup>375</sup> ». Les produits de taux ne sont pas des produits d'entrepreneur, d'homme de progrès, mais rappellent fâcheusement la dette publique et l'état.

Rien ne semble valablement expliquer ces dérives nationales, en tous les cas pas les hypothèses d'efficience des marchés ou autres affirmations du paradigme du main stream, si ce n'est la culture nationale. C'est une belle tautologie que de dire que c'est parce qu'il y a des nations qu'il y a des biais nationaux, car bien sûr la nation ne peut être un vide culturel ou une continuité technique. Et s'il y a des biais financiers nationaux c'est qu'il y a des cultures et des comportements nationaux.

Un exemple souvent étudié et assez frappant, dans la continuité de Weber ou de Lüthy, est la corrélation historique entre monde de la réforme (au sens religieux), et donc un monde civilisationnel en dehors de l'empire romain, et le monde catholique par rapport au ratio capitalisation actions/PIB. Même si corrélation ne veut bien sûr pas dire causalité on ne peut qu'être frappé de voir que des pays si proches comme la Belgique-catholique et les Pays Bas-calviniste (n'en formant qu'un seul en 1830) ont suivi des routes financières si éloignées. La mise en perspective de ces pratiques avec les catholiques au sud et les calvinistes au nord semble des plus éclairante<sup>376</sup>. Mais il est aussi vrai que les routes commerciales, financières et surtout industrielles ont été assez éloignées (même si Anvers et Amsterdam ont tour à tour dominé le monde marchand) pour des nations si proches géographiquement.

### **36 – Tentative de synthèse des aspects nationaux des FAPS**

Notre conviction et notre expérience, plus que notre démonstration il est vrai, nous conduisent à penser

- qu'il y a nécessairement une manière nationale de produire la confiance, et donc de produire des actifs financiers
- et nous le verrons dans le chapitre suivant, il y a une manière institutionnelle et internationale de réduire l'incertitude<sup>377</sup>.

Tout comme on produit des véhicules automobiles ou des meubles : rien dans la production des relations sociales ne peut être anhistorique et a-culturel sans retomber dans le

---

<sup>375</sup> Un article et une video significative sur FT.com. FT/ cult of equities <http://video.ft.com/v/605681577001/Goldman-fined-17-5m> et FT/cult of equities end nigh12/09/2010 <http://www.ft.com/cms>

<sup>376</sup> Avec toutes les précautions et surtout l'éclairage très critique apporté par F.Braudel dans « La Méditerranée » (tome II page 353) et dans « Civilisation matérielle » (tome II page 507 : « cette sociologie rétrospective assez aberrante »)

<sup>377</sup> Par l'utilisation de normes processus et produits qui rendent transparentes des objets qui ne le sont pas..

créationnisme. Rappelons-le : un actif financier n'est qu'une relation sociale matérialisée par des écritures. Les manières de produire ces écritures s'inscrivent dans de multiples enveloppes culturelles. Ces enveloppes se traduisent en comportements qui font références à des pratiques très locales (l'entreprise) ou plus larges telle que le contexte civilisationnel (rapport des genres, rapport à l'intérêt). On peut au moins le supposer : les fabricants de confiance allemands, les hommes de marché, ne fonctionnent pas comme leurs homologues Italiens ou Russes. Ne serait-ce que parce que les règles du jeu juridiques ne sont pas les mêmes. C'est ce que nous apprend le management interculturel. Des référentiels culturels moins larges (l'entreprise, le métier) nous l'avons vu peuvent aussi jouer un rôle. Il y a bien une culture du trader (Abolafia) ou de l'entreprise (Goldman Sachs) qui modifie aussi les comportements, et que l'on peut donc également identifier.

Les exemples utilisés plus haut nous font penser que la culture nationale peut marquer au moins trois niveaux :

1. Le niveau des processus, des manières de faire. Un simple relevé de compte (positions ouverture/clôture et les mouvements) est très différent dans sa logique s'il est émis par une banque US ou française. Répétons-le, s'il y a des manières culturelles de marcher ou de boire (Mauss), il est très probable qu'il existe aussi des manières culturelles d'enregistrer un mouvement dans des comptes (ce qu'est in fine un actif financier). Et cela semble bien être le cas.
2. Le niveau des produits, ce que consomment les investisseurs n'est à l'évidence pas identique autour de la planète. Les appétits se forment et se déforment sur une culture (risques, éthique, préférence pour le long terme, nationalisme...etc). Ces produits étant bien sûr en interaction avec les processus : la chaîne de production de l'actif ne peut pas créer n'importe quel actif. C'est le cas simple du droit ou de la règle éthique : la règle de droit va permettre une panoplie d'actifs mais pas tous, ou pas sous la même forme.
3. Le niveau des opérateurs utilisant cette combinatoire complexe de procédés et de produits. Callon<sup>378</sup> parle de réseaux socio-techniques. Ces réseaux ne peuvent être activés que par des opérateurs concrets. Ces opérateurs sont par nature des hommes, et donc des êtres de culture. Ils vont construire, bâtir, distribuer des produits conformes à leur savoir-faire et à leur tradition. Les « bad funds » américains sont-ils concevables en France, en Arabie Saoudite ou en Europe du sud<sup>379</sup> ?

C'est un acquis du management interculturel que de dire que les Allemands ne sont pas des Français parlant une autre langue. C'est cette affirmation très, trop, simple que nous voulons simplement retenir comme hypothèse. Si la culture nationale était sans importance financière, alors les taux d'épargne dans les pays à PIB/tête proches devraient converger. De même les portefeuilles des ménages ou ceux des institutionnels créés par des techniciens adeptes d'un formalisme universel seraient composés de manière identique. Nous savons bien que ce n'est pas le cas. Les inter-culturalistes nous rappellent pourquoi (uncertainty avoidance, long term preference ...etc) en utilisant les dimensions résultats d'enquêtes statistiques massives. Les historiens nous rappellent les longues périodes et

---

<sup>378</sup> Dans «The laws of the market »

<sup>379</sup> Fonds US investis uniquement dans des activités moralement discutées mais légalement corrects (sexe, tabac, alcool, armes, jeux...etc)

leurs constantes sans lesquelles il est difficile de comprendre le succès de la finance islamique, les choix d'investissement des ménages Européens ou les biais actions dans le monde anglo-saxon.

Beaucoup plus concrètement la politique de l'union européenne pour le marché financier est basée sur la destruction des résidus historiques et culturels de chacun de ses membres. On peut admettre sans trop de possibilités d'erreurs que les quinze barrières Giovannini de 2003, dont le démantèlement guide la marche de l'Union vers plus d'efficacité du marché financier unique sont des barrières culturelles et historiques. Que veut dire « harmoniser » pour les experts financiers de la Commission sur le sujet<sup>380</sup> : c'est supprimer les pratiques nationales souvent anciennes, ancrées dans les processus et parfois dans le droit. On notera que dans les rapports Giovannini la référence à l'harmonisation n'est jamais la recherche de la procédure la plus performante, mais seulement la suppression des différences nationales qui semblent résister à toutes les tentatives d'effacement « naturel par le marché ».

On se souvient peut-être de la sixième barrière dite Giovannini, la plus simple et la plus évidente « settlement periods for all systems within the EU should be harmonised ». Presque dix ans (dix) plus tard cette barrière qui devait être levée en deux ans est toujours en place. Et pour le démarrage de T2S (Target 2 Securities) personne ne semble savoir (fin 2011) encore avec certitude si en septembre 2014 le T+2 allemand ou le T+3 anglo-français<sup>381</sup> sera la règle adoptée par le système de règlement titres de l'Union. Belle preuve de résistance des identités nationales sur des sujets sans doute très complexes (OST sur flux, change lié, risques des CCP sur 2 ou 3 jours, etc.) mais financièrement et politiquement totalement mineurs !

Cette manifestation des aspects perturbateurs des strates culturelles et historiques a tellement perturbé les analystes que beaucoup se sont lancés dans les mérites comparés pour l'Europe d'utiliser la consolidation (concentration des opérateurs, moins de concurrence donc plus d'efficacité, sic !) ou l'harmonisation (processus standard utilisé par tous les pays et disparition des coûteuses disparités nationales) comme source d'efficacité<sup>382</sup>. En clair un choix entre l'approche culturaliste (harmonisation de pratiques) et les méthodes de l'économie industrielle (structure et processus de l'offre).

Il semble donc très difficile de faire accepter et reconnaître du monde de l'économie, et comme point de méthode, que l'anthropologie, l'histoire et la sociologie peuvent nous apprendre beaucoup sur les marchés financiers. Cette idée simple que la (les) culture(s), i.e les manières d'être, de penser ou d'agir n'influencent pas nos manières de faire mais SONT nos manières de faire. C'est l'interaction que Akerlof et Shiller voient dans les Esprits Animaux « rétroaction des prix sur les esprits animaux et des esprits animaux sur

---

<sup>380</sup> Interviews et contacts personnels sur Bruxelles.

<sup>381</sup> En fait d'origine purement US puisque T+3 est une vieille règle ISMA (AIBD en 1969), la règle 222 Normal Value Date « the value date for a transaction ... should be the third business day following the trade date »

<sup>382</sup> Voir par exemple l'archétypal « The future of settlement and clearing in Europe » qui résiste à qualifier de culturelles ou d'historiques les différences nationales. Et analyse donc des effets sans causes. City research series. N°7. December 2005. 61 pages.

les prix<sup>383</sup>», car finalement semble être « esprit animal » tout ce qui n'est pas inclus dans le paradigme néo-classique. C'est-à-dire toutes les interactions sociales. Par exemple, la confiance qui est synonyme de crédit et donc d'activité de marché capitaux. « Finalement notre sens du réel, la prise de conscience de notre identité et de notre rôle, est intimement lié à l'histoire de notre vie et de la vie d'autrui. La somme de toutes ces histoires forme une histoire nationale et internationale qui joue un rôle important dans l'économie<sup>384</sup> ». Akerlof a sans doute raison : notre histoire et notre culture ont un rôle important. Il l'affirme comme économiste. Mais les mêmes choses dites par Braudel, Lüthy ou De Roover nous semblent bien plus documentées et corroborées. Apparemment aucun économiste du main stream n'a eu les moyens paradigmatiques de prévoir la finance islamique ou éthique, les crises du crédit récurrentes, les crises des dettes publiques (treize défauts espagnols en quelques siècles !) dont au contraire historiens et anthropologues décrivaient la résilience, la longue durée et l'insolubilité dans « les règles du marché ».

Reprenons la synthèse des propositions de Douglass North qui nous semble résumer et confirmer l'approche de ce sujet. North soutient que les règles du jeu définissent le « pay out » (la performance) des systèmes économiques nationaux. Il reprend donc comme économiste les thèses de Banfield (politologue) tout comme Huntington (politologue) a repris thèses et vocabulaire de Braudel (historien).

North voit deux types de règles du jeu<sup>385</sup> : les règles formelles et les règles informelles. Les règles informelles sont un sur-ensemble des règles culturelles. North insiste<sup>386</sup> : « understanding cultural heritage of a society is a necessary condition for « doable » change<sup>387</sup> ». Ce qui appliqué aux systèmes de production d'actifs financiers peut se traduire par : la compréhension d'un FAPS pour améliorer son fonctionnement passe par la revue de son environnement culturel. Et ce, d'autant que « the institutional structure inherited from the past may reflect a set of beliefs that are impervious to change either because the proposed changes run counter to that belief system<sup>388</sup> or because the proposed alteration in institutions threatens the leaders and entrepreneurs of existing organization<sup>389</sup> ». Ce que nous pouvons directement appliquer dans le monde des FAPS pour un « doable change ». Nous pouvons littéralement lire les difficultés de Target 2 Securities (T2S) ou du CCMB II<sup>390</sup> en appliquant la grille de lecture de North. Sur ce projet T2S, dix années n'ont pas suffi aux européens pour identifier et mettre en place des institutions (aux sens de règles du jeu) communes de règlement-livraison de titres. Les biais techniques d'origine culturelle étant trop importants.

Pourquoi? Parce-que « the institutional structure inherited from the past may reflect a set of beliefs that are impervious to change ». C'est finalement ce que tout responsable d'activités internationales intuitive et pratique: changer le monde réel suppose une compréhension et une prise en charge minimum des « héritages culturels ».

---

<sup>383</sup> Akerlof-Shiller Les esprits animaux, op cité, page 192.

<sup>384</sup> Id page 16

<sup>385</sup> D.North. Understanding the process of economic change. Princeton University Press . 2005.187 pages.

<sup>386</sup> Idem page 165

<sup>387</sup> Le « doable change » de North nous semble bien proche de la XIème thèse sur Feurbach.

<sup>388</sup> Voir l'introduction de ce chapitre sur la vision culturelle de la pauvreté

<sup>389</sup> D.North. idem page 157

<sup>390</sup> Collateral Central Bank Management. II, qui comme T2S est confronté a d'ineffaçables spécificités nationales qui pourrait nuire à sa mise en oeuvre

On ne travaille pas avec des brokers, des traders, des analystes, des custodians ou des fund administrators mais avant tout autre chose : avec des hommes détenteurs d'une nationalité et d'une identité.

« Formal rules may change overnight, but informal constraints do not...which may be the result of deep-seated cultural inheritance because they have traditionally resolved basic exchange problems.... Institutions, organizations and the mental model of the actors interact to produce institutional change<sup>391</sup>»

Nous allons donc voir maintenant si la clarification des règles du jeu produite par la mise en œuvre systématique de normes (référentiels communs de manières de faire) peut modifier institutions et modèles mentaux (culture) pour améliorer la performance des systèmes de production.

En d'autres termes si l'usage de standards internationaux apporte aux opérateurs une transparence informationnelle et une diminution de l'asymétrie d'information qui diminue les coûts de transaction (et bien sûr de production) et améliore donc l'efficacité de la production et des échanges. Les « lemons » d'Akerlof nous seront d'un précieux secours pour comprendre le rôle de ces institutions.

ΩΩΩ

---

<sup>391</sup> D.North Institutional change : a framework of analysis Dec 1994. Page 8 et 9. NBER. 23 pages.

*Se ti sabir  
Ti respondir  
Se non sabir  
Tazir , tazir.  
Mi star Mufti:  
Ti qui star ti ?  
Non entendir:  
Tazir, tazir.*

*Le Bourgeois gentilhomme Acte IV*

*Enfin il y a environ dix ans, le fabricant anglais prit peur et demanda à ses ambassadeurs et à ses consuls comment il se faisait qu'il ne pouvait plus garder ses clients. Les réponses furent unanimes : 1 – vous n'apprenez pas la langue de vos clients, vous exigez, au contraire, qu'ils apprennent la vôtre ; 2 – vous n'essayez pas de satisfaire les besoins, les habitudes et les goûts de vos acheteurs, mais vous exigez qu'ils acceptent les vôtres.*

*Engels (1880). Socialisme utopique et socialisme scientifique, page 52 (note). ES 1971. 125 pages.*

## **4 - Le marquage culturel des FAPS remis en cause par la standardisation**

### ***41- Le besoin de normalisation : efficience ou confiance ?***

**La création de la grammaire mondiale commune. L'apport académique : les apports d'Akerlof, Di Maggio et Minzberg.**

« Le principal défaut jusqu'ici...est que l'objet, la réalité, le monde sensible n'y sont saisis que sous la forme d'objet ou d'intuition, et non en tant qu'activité humaine concrète, en tant que pratique<sup>392</sup> ». Michel Callon dirait « en tant qu'arrangement socio-technique ». Nous allons le voir, comme dans beaucoup d'industrie, l'industrie financière base en grande partie ses pratiques sur le respect de règles du jeu formelles : les standards professionnels.

---

<sup>392</sup> Première thèse sur Feurbach. 1845.

Nous rentrons ici dans un monde peu exploré par la recherche académique : la grammaire et le vocabulaire concrets des échanges et des statuts ainsi que les efforts faits par l'industrie financière pour bâtir un langage universel<sup>393</sup> qui conduise à des pratiques universelles. En d'autres termes, le travail collectif pour la définition d'une communauté globale de pratiques. C'est-à-dire les essais de mise en place des moyens de réduire certaines formes d'incertitude liées à la production et à la circulation des actifs financiers.

Nous ne pensons pas très risqué d'affirmer que la manière concrète dont on produit un actif financier, comme tout autre actif, a un effet :

- **sur ses coûts de production** : c'est-à-dire la matérialisation des écritures qui confirme un droit ou une obligation sur un tiers. Cette affirmation est une parfaite tautologie, nous semble-t-il, mais rarement comprise comme telle tant que les coûts de production seront confondus avec les gaspillages de friction, c'est-à-dire les coûts de transactions. Le « frictionless market » néo-classique est, rappelons-le, un concept que nous avons bien du mal à comprendre (créationnisme néo-classique) sans doute à cause de notre passé professionnel : où le frictionless market cache-t-il le système de production d'actif ? Notre hypothèse est celle de l'oubli volontaire devant la modicité des coûts de production<sup>394</sup> rapporté à la valeur ou la valeur de la volatilité des actifs.
- **et sur ses coûts de transactions** : nouvelle tautologie, un actif financier n'étant in fine qu'une transaction<sup>395</sup>. Il n'a en effet d'autre existence qu'une relation comptable construite avec plus ou moins d'efforts et de confiance. Coûts de transaction et coûts de production ne se confondent pas : une publicité ou une commission de placement pour un fonds d'investissement n'est pas de même nature que le système de souscription-rachat utilisé par ce fonds (la souscription crée matériellement l'actif).

Nous ne sommes donc pas très loin du paradigme SCP (structures, comportements, performances) de l'économie industrielle en termes méthodologiques, mais nous ne nous intéressons pas à son objet : « l'étude de la structure des entreprises et des marchés ainsi que de leurs interactions<sup>396</sup> ». Ce ne sont pas les structures mais les processus, les interactions, les manières de faire, qui nous intéressent. En fait notre objet, en particulier dans cette partie, c'est une vision matérielle de la production financière que nous ne pouvons pas appeler théorie. Nous avons bien les pierres, mais nous avons conscience qu'elles ne font pas la maison (H.Poincaré déjà cité). Il n'y a pour l'instant pas de théorie dans la logique d'assemblage des maillons de la chaîne de production financière.

---

<sup>393</sup> Si les revues et articles professionnels qui traitent des marchés financiers font de ce thème un de leurs sujets préférés (STP, dictionnaire des données, taxonomie et groupes de données, convergence ISO 20022 ..etc) je n'ai pu trouver aucun auteur académique ayant approfondi le sujet, y compris en économie industrielle. Sur les articles professionnels voir par exemple [www.globalcustodian.com](http://www.globalcustodian.com) ou [www.ft.com](http://www.ft.com) dans les répertoires « technology », ou encore [www.swift.com/mystandards](http://www.swift.com/mystandards) qui présente un résumé des actions de normalisation en cours. Et bien naturellement [www.iso.org](http://www.iso.org) et son comité technique TC 68 (industrie titres).

<sup>394</sup> Ceux-là même considérés par les rapports Giovannini comme des freins à l'intégration des marchés.

<sup>395</sup> Rappelons qu'en français le mot transaction a deux significations : négociation ou compromis entre deux parties (Le Robert). Ce qui fait d'un actif financier une transaction.

<sup>396</sup> Carlton et Perloff Economie industrielle. Page 12. 1998. Deboeck.



Revenons à Molière cité en exergue. Il semblerait que Molière dans une de ses pièces les plus connues fut le dernier écrivain célèbre à avoir utilisé quelques mots de lingua franca. La lingua franca, la langue des « francs », la langue franque, était un assemblage très élémentaire d'emprunts à plusieurs langues latines (portugais, espagnol, italien, occitan, français) ainsi que des mots grecs, hébreux et arabes. Succédant au grec comme langue commerciale dans le bassin méditerranéen et au moyen orient (en particulier après la chute de Constantinople en 1453) dès le XIII<sup>ème</sup> siècle elle est jusqu'au XIX<sup>ème</sup> siècle la langue de support des échanges dans l'économie-monde en relation avec la Méditerranée. En d'autres termes elle a été le standard très élémentaire, la grammaire en étant primitive, de communication de l'économie-monde durant plusieurs siècles. Un moyen simple de coordination des échanges.

Cette langue matérialise une évidence : pour négocier, pour échanger de manière efficace, il faut un moyen de communication et des règles du jeu communs qui fassent baisser les coûts de transactions, qui réduise l'incertitude. Si ces moyens n'existent pas, le monde marchand va les créer. On dirait aujourd'hui qu'il faut utiliser la « langue » ISO 20022 pour améliorer efficacité et confiance. Car pour diminuer certains coûts de transaction est-il un moyen plus simple pour améliorer la confiance et diminuer l'incertitude que d'augmenter l'efficacité de la communication liée aux échanges ? C'est donc des lingua franca modernes, contemporaines, dont nous voulons parler. Et celles-ci sont nombreuses et complexes.

La vision néo-classique qui domine encore la finance académique a deux hypothèses centrales « frictionless market and rational behavior » (Merton). Donc un marché sans production et des hommes sans nationalité ni culture. Mais est-on moins rationnel si on agit en fonction de son classement de valeurs, c'est à dire de sa culture? La rationalité comme cohérence moyens-fins a un contenu fondamentalement culturel comme rappelé dans le chapitre précédent. Levi-Strauss et les travaux de l'anthropologie ont depuis bien longtemps apporté une réponse à cette question. L'autre question est la nature de la rationalité dans une réalité scientifique (néo-classique) totalement désencastrée et qui ignore les règles et les contraintes en usage dans le monde concret. Si j'écris le « 9 mai 2012 » suis-je plus rationnel (les Français pensent que oui, car tout argument numérique se doit d'être trié) que si je note cette date « 5/9/12 » pour savoir si j'ai acheté un 9 mai ou un 5 septembre ? Quels sont les usages qui font que je vais pouvoir fabriquer et distribuer des actifs à des inconnus alors que ces actifs sont absolument immatériels et ne sont que crédit/confiance ? Et que, de plus, tout le long processus de transmission de la propriété n'est qu'un fait de confiance<sup>397</sup> techniquement aveugle. Il est en effet matériellement impossible pour un investisseur de remonter la chaîne d'intermédiation pour vérifier la

---

<sup>397</sup> L'affaire Madoff a rappelé, encore une fois, la réalité de ce point et combien la confiance est amplifiée par les aspects communautaires, et donc de proximité culturelle.

réalité de sa créance<sup>398</sup> chez l'émetteur primaire. Il faut donc au moins parler et agir de manière à être compris et pouvoir comparer.

### ***Deux exemples très simples de production d'actifs.***

Prenons deux exemples simplissimes pour illustrer, mieux montrer du doigt, l'importance élémentaire de ces questions concrètes de grammaires communes liées aux questions de marché : un exemple sur les données (les informations élémentaires liées à l'existence de l'actif), l'autre exemple sur les processus.

#### **- La donnée « date », ou le format de description du temps, nationalement définie.**

La finance commence par la mise en équivalence du temps. Valeur actuelle et valeur future qui sont à la base de beaucoup des calculs "rationnels" ont un fondement pourtant uniquement culturels. C'est la cinquième dimension de Hofstede : l'opposition « long term-short term » selon les cultures nationales. Le temps et sa consommation ne sont donc pas homogènes d'un groupe humain à l'autre. Cette réalité n'est pas que celle du voyageur ou du praticien de l'interculturel, c'est un acquis de l'anthropologie et de l'histoire. « Time is one of the fundamental bases on which all cultures rest and around which all activities revolve... understanding the difference between monochronic time and polychronic time is essential to success in international business<sup>399</sup> » nous rappelle l'anthropologue Edward Hall. La perception, la valeur et l'écriture du temps sont hautement culturelles.

La donnée « date » reprise dans l'exemple ci-dessus fait partie à l'évidence du cœur du système d'information des marchés financiers (tout comme l'identification des acteurs et des instruments). Elle a posé de sérieux problèmes aux techniciens à l'occasion des développements des processus HFT (high frequency trading) ou simplement à l'occasion de la mise en place d'opérateurs trans-nationaux donc trans-fuseaux horaires. Les opérations de LCH-Clearnet par exemple se déroulent sur deux fuseaux horaires alors que le marché officiel est sur un seul fuseau. Et que dire des heures limites des banques centrales (cut-off) pour leurs opérations. Sans date commune, pas d'instrument et pas d'engagement. En 2011 aussi étonnant que cela puisse paraître la manière d'écrire une date, le temps, est encore culturellement fortement marquée. Nul ne doute que « 9/11 » évoque bien pour un américain un onze septembre et pas un neuf novembre. Tous les efforts faits pour converger vers une écriture plus « rationnelle » de la date par les anglo-saxons (date triée sur ses composants dans un ordre logique croissant ou décroissant) sont restés sans suite. Seul le monde des échanges électroniques a commencé lentement à

---

<sup>398</sup> Comment, détenteur de parts de fonds de fonds, vérifier l'actif du fonds pour ensuite vérifier l'actif des fonds, puis le global custodian, puis le sub-custodian puis l'émetteur et/ou le dépositaire central ? Chaque maillon de la chaîne ne peut faire que confiance au suivant.

<sup>399</sup> E and M Hall page 179 Understanding cultural differences Intercultural press. 196 pages. 1990. Monochroniques ou polychroniques sont les cultures qui consomment le temps en série (suite ordonnée de tâches) ou en parallèle (traitement simultané de plusieurs tâches).

converger vers la norme universelle ISO 8601<sup>400</sup>. L'usage généralisé de ce format effacerait une des multiples différences culturelles entre américains et européens. Mais pour l'instant rien n'y fait et le « 7/04 » reste le 7 avril de ce côté de l'Atlantique, et le 4 juillet de l'autre côté. Tout comme « 18h30 » n'a pu être adopté comme format des heures, les USA ont conservé le « 6h30 pm ». Les erreurs quotidiennes de traitement des événements de gestion n'arrivent pas à faire converger les deux grammaires<sup>401</sup>. Pour traiter au mieux ces informations, réduire l'incertitude, il faut une langue commune avec des composants identiques.

En d'autres termes : les acteurs du monde financier sont tous utilisateurs du temps (deadlines, cut-off, intérêts, journée comptable, HFT et flash orders...etc) , mais le consensus entre nations n'existe pas encore sur la **simple manière de dire le temps et de le consommer**. On peut facilement entrevoir les difficultés d'harmonisation sur des thèmes culturellement plus complexes comme le choix de composition de portefeuille ou l'épargne en vue de la retraite. Résistances culturelles étonnantes en l'année 2011! Et que dire de la nature et de la consommation du temps : les vendredis, les samedis et les dimanches ne sont pas prêts d'avoir la même signification en toutes les parties du globe. Les acteurs de marchés n'ont pas toujours conscience que leur calendrier de journées comptables qui mesure et fabrique tant de droits a été imaginé et écrit il y a environ deux mille sept cent ans et qu'il est depuis resté assez stable. Ce qui donne ainsi une belle image de la résistance temporelle des civilisations mise en exergue par Fernand Braudel et Samuel Huntington. Comment peut-on imaginer des pratiques financières acculturées (frictionless et rationnelles), ou plutôt déculturées, alors que les fêtes religieuses pilotent encore presque tous les calendriers nationaux de production comptables de la planète<sup>402</sup>, en dépit de efforts des régulateurs pour harmoniser le temps du marché<sup>403</sup> ? Toute opération financière internationale commence par l'échange des « business day » de chaque place (domicile), en se souvenant que les périodes non travaillées ne sont que des traductions de mythes nationaux, religieux ou historiques (la Toussaint ne touchera jamais le monde anglo-saxon).

---

<sup>400</sup> ISO 8601 recommande d'écrire la date sous une forme triée SSAAMMJJHHZMMSSsssss (siècle, année, mois, jour, heures, fuseau horaire, minutes, secondes, et fractions de secondes jusqu'au cent millième pour permettre le high frequency trading). Cette recommandation simple sur une donnée majeure se heurte à des résistances étonnantes pour sa diffusion définitive.

<sup>401</sup> J'ai personnellement pu vivre de nombreuses erreurs sur les retours, deuxième jambe, de contrats OTC (REPO) dues aux incompréhensions de format de date. Et que dire des simples formats de nombres ! Combien d'Européens ont-ils le réflexe de lire dans le chiffre 123,456 cent vingt trois mille quatre cent cinquante six (USA) et non pas cent vingt -trois et quatre cent cinquante six millièmes (EU) ?

<sup>402</sup> Evidence sans doute mais peu partagée, ainsi j'ai souvent discuté avec des enseignants de finance qui ignoraient que même « Wall Street » (i.e les CIB US) fonctionne au ralenti les jours de fêtes juives, comme si la finance américaine se devait d'être plus « rationnelle », moins contrainte par la culture. Le rappel des événements est fait chez les acteurs globaux par note interne à chaque événement religieux important.

<sup>403</sup> On se souviendra du calendrier « TARGET », et le travail les jours auparavant fériés pour cause de fêtes religieuses, qui ont mis en émoi toutes les banques européennes en particulier dans les pays de tradition catholiques. Cette « harmonisation » très partielle du temps en Europe a donné lieu à des débats très violents et passionnés.

La consommation culturelle du temps et son analyse sont encore perfectibles : n'oublions pas que le « end of month bullish bias<sup>404</sup> » a mis trente ans à être académiquement démontré. Pour ainsi visualiser les relations entre le temps « salarial » contemporain (la mensualisation) et le prix des actifs, relation institutionnelle parfaite (mode historique de paiement des salariés combiné à une forme d'épargne fabriquée par la fiscalité).

- **Logique comptable et attribution gratuite de titres. Processus nationalement marqué.**

Une des briques élémentaires de la réalité des marchés financiers est le compte titre ou le compte d'actifs financiers. Sans compte, il n'y a ni mouvement, ni solde, ni opération (si l'on néglige bien sûr l'activité des titres physiques au porteur qui existe encore sous forme de traces résiduelles du côté des investisseurs). On pourrait penser que la manière d'enregistrer un mouvement sur un compte est universelle. Comment faire autre chose qu'un débit-crédit sur un compte tenu par une banque ? Nous avons déjà vu dans le chapitre précédent avec la comptabilité titres « à la française » qu'il n'en est rien. Les américains vont préférer faire des (+) et des (-) dans une logique non comptable. Même les mouvements élémentaires de compte sont affectés par des conventions, des institutions, qui restent nationales<sup>405</sup>. C'est la troisième barrière des recommandations Giovannini : supprimer les « national difference in rules governing corporate actions ». Vœu pieux car toute manière de faire (même marcher ou nager rappelle Mauss) est nationalement marquée : supprimer les différences nationales c'est reconstruire un autre modèle de traitement ou choisir le modèle dominant (i.e de la nation dominante). Il y a par exemple plusieurs manières sur un compte de titres, où existe un solde de un (1) titre d'en rajouter un deuxième en cas d'opération collective<sup>406</sup> sur la valeur. Par exemple en cas d'attribution gratuite de titres nouveaux aux porteurs anciens. Ou bien en cas de division par deux du cours de bourse pour améliorer la liquidité du titre. La première manière consiste à ajouter un titre à la quantité existante dans une logique non-comptable mais simplement arithmétique : 1 titre ancien + 1 titre nouveau = 2. Mais on peut aussi utiliser le processus comptable suivant : Solde 1 ancien – Débit 1 ancien + Crédit 2 nouveaux = 2.

Nous voyons bien les différences de logique d'écriture dans le compte d'actifs financiers, à cela il faut ajouter les différences de logique temporelle d'écriture :

- en date de négociation (trade date : TD),
- en date prévue de dénouement (contractual settlement date : CSD)
- en date réelle de dénouement (actual settlement date : ASD)
- avec ou pas de possibilité de contre-passation pour le teneur de compte (contractual posting)

---

<sup>404</sup> En début de mois sur les marchés action officiels une augmentation des prix est historiquement constatée : elle n'est que l'effet de l'investissement des fonds de pension/salariés/401k à réception mensuelle de leur salaire. Voir un bref exemple dans Larry Connors: Do stocks show a bullish bias at month's end ? 27 décembre 2011 sur [www.tradingmarkets.com](http://www.tradingmarkets.com)

<sup>405</sup> Instruction 15 de la SICOVAM (1983) décrivant la comptabilité titres à la française.

<sup>406</sup> Les français parlent plus volontiers d'OST (opération sur titres) , les anglo-saxons de corporate event, corporate action ou re-org (aux USA)

Deux manières de faire, trois dates possibles combinées à une possibilité binaire : soit douze possibilités d'inscription d'un simple titre nouveau sur un compte ! Sachant que si le mouvement sur le compte titre est lié à mouvement sur le compte espèce (cas d'un achat) ces règles peuvent s'appliquer ou pas au compte espèces selon le type de devises traitées.

Ce qui précède peut sembler totalement anecdotique mais est en fait fondamental à la gestion administrative ou intellectuelle de n'importe quel portefeuille : calcul du prix de revient moyen, risque de crédit<sup>407</sup>, risque opérationnel et juridique, gestion de file ou de pile et plus-values associées, droits associés à la durée de détention ...etc. Là aussi chaque pays adopte les règles qui lui conviennent<sup>408</sup>, c'est-à-dire qui correspondent le mieux à son histoire comptable et culturelle nationale. Pour traiter au mieux ces processus et pouvoir comparer leurs résultats il faut des manières de faire communes. Ces détails n'en sont pas : tout ce qui nuit à la prévisibilité d'une action réduit la confiance et augmente les coûts de transactions.

De ce constat élémentaire découle une hypothèse institutionnaliste banale et qui soutiendra une idée abordée dans ce chapitre:

1. les coûts de transaction, et parfois les coûts de production, diminuent avec la diminution de l'incertitude transactionnelle, c'est-à-dire une meilleure connaissance de la contrepartie et de ses pratiques.
2. l'incertitude diminue avec la compréhension mutuelle des actions et manières de faire des contrepartistes à l'échange. Par « compréhension mutuelle » nous entendons prévisibilité dans les manières de faire et/ou dans les résultats recherchés. Montre-moi comment tu fais et je comprendrai mieux qui tu es.

Constat, encore une fois banal, et opinion partagée par tout le courant institutionnaliste<sup>409</sup>. L'information sur le produit, la contrepartie ou le service et sa lisibilité par les contrepartistes est une condition d'échange favorable. Le marché des « Lemons » d'Akerlof est profondément modifié si les véhicules d'occasion passent une certification de situation (i.e un contrôle d'état général technique), en fait la cohérence à une norme d'état technique, qui réduit l'asymétrie d'information entre vendeur et acheteur. Et bien sûr la lisibilité est favorisée par l'usage d'un vocabulaire commun et d'une grammaire commune partagée par tous les acteurs contribuant à l'échange. C'est le rôle de la standardisation. Elle fournit une connaissance à priori de la contrepartie, de ses manières de faire et de ses produits. Cette connaissance est source de diminution de l'incertitude et de l'asymétrie d'information. Et donc favorable à l'efficacité globale du système d'échange.

---

<sup>407</sup> La majorité des détenteurs retail de compte titre en France ignorent que leurs comptes sont mouvementés en Trade Date à l'inverse des institutionnels qui négocient en ensemble de possibilités pour minorer leurs risques.

<sup>408</sup> Voir [www.smpg.org](http://www.smpg.org) qui tente sous l'égide de la société Swift de standardiser ces pratiques en éliminant les caractéristiques nationales

<sup>409</sup> Voir les très nombreux papiers de [www.isnie.org](http://www.isnie.org) publiés à l'occasion du workshop annuel de l'association

## **A quoi servent vraiment les normes : la réponse d'Akerlof.**

Poursuivons sur cet exemple des véhicules d'occasion, les Lemons, d'Akerlof dans son célèbre article de 1970<sup>410</sup> sur l'incertitude de qualité des produits ou services, et son effet sur le fonctionnement des marchés en général. *Nous allons reprendre en effet exactement la proposition et l'analyse d'Akerlof et l'appliquer au monde de la finance.*

Que nous explique Akerlof dans sa loi de Gresham généralisée ? Que l'asymétrie d'information sur de nombreux marchés perturbe la formation des prix et l'équilibre « normal » du marché (véhicules, assurance santé...). A la fin de son article il souligne que les institutions du marché réagissent en tentant de rétablir un meilleur équilibre pour se rapprocher du prix « fair ». C'est ce qu'il appelle les « counteracting institutions », les institutions de « ré-équilibrage » du marché, si on nous permet cette traduction. « Numerous institutions arise to counteract the effect of quality uncertainty. One obvious institution is guarantee... A second example of an institution which counteracts the effect of quality uncertainty is the brand-name good... Licensing practices also reduce quality uncertainty. For instance there is licensing of doctors, lawyers and barbers. *Most skilled labor carries some certification indicating the attainment of certain levels of proficiency...* (nous soulignons) But the difficulty of distinguishing good quality from bad is inherent to business world; this may indeed explain many economic institutions and may in fact be one of the more important aspects of uncertainty<sup>411</sup>. L'aspect le plus important du traitement et de la production de la confiance.

C'est le point que nous voulons souligner : l'organisation générale du système de production d'actifs financiers est un ensemble de méthodes de réduction d'incertitude dont l'usage des normes et des certifications sont données par des tiers (les licensing ou certifications d'Akerlof). Ce sont en fait des « counteracting institutions ». Des organisations sont ainsi par nature des counteracting institutions : CRA ou CCP à l'évidence (Credit Rating Agencies, Central CounterParties). Mais aussi Financial Guarantee ou Banque Depositaire, ou tout simplement les vendeurs d'informations (FIS<sup>412</sup>). Rappelons de nouveau que dans le monde financier diminuer l'incertitude ou augmenter le crédit sont synonymes.

### **Ce que « bien travailler » veut dire.**

Ce point est majeur pour une vision des marchés financiers : l'amélioration de la connaissance a priori de la contrepartie ou de ses produits fait partie du système de production d'actifs. Nous reviendrons sur ce point essentiel de la normalisation : la logique de réduction d'incertitude. Il bouleverse le fonctionnement de tous les marchés, en

---

<sup>410</sup> G.Akerlof. The market for « Lemons » : quality uncertainty and the market mechanism The Quarterly Journal of Economics. Aout 1970 Vol 84 N° 3 pp 488-500. Sur <http://links.jstor.org>

<sup>411</sup> Id page 499 et 500

<sup>412</sup> Financial Information Services : Thomson-Reuters, Bloomberg, Telekurs ...

particulier pour les marchés au loin : de l'AOC pour les vins<sup>413</sup> jusqu'aux certifications GIPS pour les portefeuilles en gestion. Il expose que dans le monde financier on ne standardise pas seulement pour des raisons de productivité ou de réglementation (comme souvent dans l'industrie) mais surtout pour des raisons de communication et de gestion d'incertitude. En d'autres termes, normaliser, et le faire savoir, dans le monde financier ce n'est pas seulement diminuer les coûts c'est surtout augmenter la transparence et donc la confiance. Tous les acteurs dans l'industrie financière tentent d'exposer leurs manières de faire en se conformant à des normes pour rassurer contreparties et clients en diminuant l'incertitude. Si je montre comment je fais ce que je produis alors ce ne peut qu'être bien fait sinon je ne le montrerais pas. On peut en effet supposer que peu d'entreprises exposeraient leurs mauvaises pratiques au grand jour comme argument commercial.

En fait cette approche est assez similaire à l'isomorphisme institutionnel de la sociologie de Di Maggio<sup>414</sup> où les organisations adoptent des pratiques professionnelles pour acquérir une légitimité avant même de vouloir renforcer leur efficacité (dans notre cas isomorphisme normatif et mimétique). Et ce pour améliorer leur crédibilité. Mais où Di Maggio voit du mimétisme nous voyons de la recherche de transparence procédurale génératrice de confiance.

Par exemple comment lire les comptes d'une entreprise si ceux-ci ne suivent aucune règle standard comme les IFRS. Comment affirmer sa compréhension des systèmes d'assurance qualité sans la maîtrise de l'ISO 9001 ? Comment justifier de la performance de sa gestion intellectuelle sans référence aux GIPS<sup>415</sup> ? Ou tout simplement pour nos étudiants français comment prétendre avoir compris l'environnement de marché en France et ses contraintes réglementaires sans certification AMF ? Se conformer à des normes c'est se rendre plus transparent, plus crédible pour plus de crédit. C'est supprimer les asymétries d'informations.

Nous sommes donc dans une économie mondialisée (et ce depuis des siècles nous rappelle l'histoire économique : le commerce au loin a été le moteur du capitalisme en particulier financier) où le jeu de tous les échanges ne se fait plus à trois acteurs principaux, producteur-financier-consommateur, mais à quatre : producteur-consommateur-financier-

---

<sup>413</sup> C'est au Portugal que revient le mérite d'avoir pour la première fois compris l'importance de la certification en particulier dans le commerce au loin avec la création de l'appellation contrôlée des vins de Porto par le Marquis de Pombal en 1756. Cette initiative est en fait une révolution d'économie industrielle car elle affecte profondément, et depuis 250 ans de plus en plus, nos manières de produire biens et services. Pombal avait voulu réduire la « Quality uncertainty » des produits portugais, processus qu'Akerlof redécouvra plus de deux siècles plus tard. Révolution, il faut bien le reconnaître, particulièrement discrète et peu analysée. Sources : on peut utiliser le court ouvrage très instructif de Martin Page « The first global village » Editorial Noticias. 2002. 277 pages, ou Jose Hermano Saraiva « Historia concisa de Portugal » 375 pages. Publicações Europa-America. 2003

<sup>414</sup> Paul Di Maggio et Walter Powel. The iron cage revisited : institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. American Sociological Review 1983 vol 48 pages 147-160.

[www.jstor.org/discover/10.2307](http://www.jstor.org/discover/10.2307)

<sup>415</sup> Global Investment Performance Standard. Règles élémentaires pour le calcul de la performance d'un portefeuille et permettant la comparaison cohérente de performances.

certificateur/normalisateur (la counteracting institution d'Akerlof, la gestionnaire de crédit et de confiance). Le système de financement n'échappe pas à cette réalité.

On l'aura compris, notre hypothèse est que l'usage des standards est bien plus qu'un levier productiviste, c'est répétons-le un réducteur d'asymétrie. Il est actuellement au cœur des techniques de coordination du marché financier. Cette vue est à l'opposé, même si complémentaire, des vues classiques sur les effets de la standardisation qui n'y voient qu'automatisation et gains de productivité.

Par standards et normes nous parlons ici de manières de faire élaborées volontairement par des organisations dédiées à la production de ces standards. Il ne s'agit donc pas des normes sociales, normes culturelles, également manières d'être ou de faire, qui ne sont pas élaborées dans un processus conscient et imposées dans un processus volontaire d'adhésion consciente et coûteuse. Il ne s'agit pas non plus des procédures internes aux organisations qui standardisent les actions internes de la firme. Les normes dont il est ici question sont construites par un agent réel (ISO, SWIFT, ICMA, ISDA ...) dont on peut connaître l'adresse et la nature juridique, et dont le produit est techniquement identifié (numéro, documentation, version) pour permettre son appropriation directe par de multiples acteurs.

### **Rôles des standards : productivité, coordination et symétrie d'information**

Les opérateurs<sup>416</sup>, à commencer par les groupes de travail ISO-SWIFT, pensent donc souvent que le but unique de la standardisation est l'augmentation de l'automatisation et donc la baisse des coûts de production et/ou de transaction. « The financial industry uses financial standards to achieve automated execution of its business transactions ». Cette vue étroite, réductrice de la logique des standards domine les approches. Les opérationnels de la finance emploient l'acronyme STP (Straight Through Processing ratio) pour mesurer la capacité à traiter un processus sans intervention humaine manuelle : par exemple une prise d'ordre, le dénouement d'une opération, la réconciliation ou la valorisation d'un portefeuille. L'amélioration de ce taux de STP serait le Graal de la standardisation. C'est mal connaître le monde des normes et son usage, ou au moins mal apprécier sa logique. Sans nier l'effet productiviste de l'usage de certaines normes, nous affirmons que leur rôle central dans le monde financier est en réalité de donner du crédit, de la confiance en assurant plus de transparence à l'ensemble des interactions qui vont peut-être mener à une transaction. Personne ne pense qu'une certification de bilan apporte le moindre gain de productivité à l'entreprise, mais seulement de la transparence et de la confiance. Il en est de même de la majorité des normes et processus de certification de conformité face à ces normes.

---

<sup>416</sup> Il est très difficile de trouver, pour le monde financier, des travaux académiques sur ce sujet de la nature des standards techniques (productivité, coordination et/ou information)



Si le marché doit être transparent en plus d'être liquide et sûr (les trois qualités fondamentales de tout marché), alors il se doit d'être standardisé pour diminuer les asymétries d'informations. C'est aussi un des résultats de Henry Mintzberg<sup>417</sup> dans ses recherches sur les techniques de coordination. Pour Mintzberg la coordination dans l'entreprise ou inter-entreprise peut se faire par l'ajustement mutuel, la supervision directe ou par la standardisation dans toutes ses formes :

- normalisation des procédures
- normalisation des résultats
- normalisation des qualifications
- normalisation des pratiques sociales

Collaborer et interagir à moindre coût en utilisant vocabulaire, grammaire et processus standards. Ce qui est vrai de l'entreprise l'est ici aussi du marché financier.

Reprenons plus en détail ces affirmations et essayons de voir leurs éventuels effets sur l'évolution des FAPS dans ce début de XXIème siècle.

## ***42 - Le marquage culturel des FAPS remis en cause par la standardisation et la certification***

Nous parlons ici de la production physique, des écritures comptables, support de la « virtualité » financière<sup>418</sup>. C'est-à-dire de la fabrication de droits sur une partie de la réalité future du monde, par définition encore inconnue au moment de la fabrication de ce droit. Et donc de l'assemblage de la chaîne de crédit qui permet la production d'un actif financier qui matérialise ce droit sur le futur. Cet assemblage est culturellement marqué, encadré par nature dans les institutions, dont les normes sont une manière unique et publique de faire. Il vient donc naturellement une question: utiliser une norme implique-t-il un abandon des spécificités culturelles en particulier nationales? Les normes techniques bouleversent-elles les autres institutions ?

### **Les normes utilisées sur les marchés financiers, leur création et leur rôle**

« Tout le monde se servait d'une même langue et des mêmes mots. Comme les hommes se déplaçaient vers l'orient, ils trouvèrent une vallée au pays de Shinéar et ils s'y établirent. Voici que tous font un seul peuple et parlent une seule langue, et tel est le début de leurs entreprises ! Maintenant aucun dessein ne sera irréalisable pour eux...Et Yahvé dit ...

---

<sup>417</sup> INSEAD 2001. Cours de théorie des organisations ou Mintzberg Structure in fives: designing effective organisations. 1992. Prentice Hall 312 pages

<sup>418</sup> Titre repris d'un article de Donald Mac Kenzie Financial Virtuality. Dec 2006 University of Edinburgh 40 pages. Essai sur la production historique et culturelle de dérivés listés dans le monde anglo-saxon.

confondons leur langage pour qu'ils ne s'entendent plus les uns les autres<sup>419</sup> ». En somme, l'histoire de la première tentative avortée de normalisation globale et de ses effets supposés.

Qui produit ou initie des normes ? Prenons l'exemple de l'Union Européenne.

Aujourd'hui les grands prêtres de la normalisation financière se trouvent plutôt du côté de la Commission Européenne, en particulier au Marché Intérieur, à la Direction des services financiers dans les groupes de travail « clearing and settlement »<sup>420</sup>. L'approche du régulateur européen est toujours basée sur la même hypothèse depuis les rapports Giovannini : c'est la post-exécution qui coûte donc c'est là que doivent porter les efforts de productivité et donc de normalisation<sup>421</sup>. L'Europe semble avoir fait sienne la vision productiviste des normes. Un grand régulateur semble s'être emparé du sujet, surtout sur son aire d'influence qui se veut « unie dans la diversité<sup>422</sup> ». Diversité qui en fait est bien son problème : celui de l'harmonisation des pratiques financières.

Les normes sont là pour supprimer les particularités locales, d'entreprise ou nationales, ou plus efficacement pour les neutraliser. L'Europe politique s'y attelle.

Mais la question des normes n'est pas qu'européenne, elle est mondiale.

Illustration: les comptes des entreprises ne peuvent être internationalement comparés que si les règles comptables sont comparables. Voici comment est présenté, pour l'exemple du cadre comptable, norme d'entreprise par excellence, ce sujet dans « Comptabilité anglo-saxonne » de J.Langot<sup>423</sup> dans un texte de 1995. « La distinction entre les procédures comptables anglo-saxonnes et françaises réside dans l'absence d'un plan comptable précis, rigide que les entreprises françaises sont tenues d'appliquer. *Elle est le reflet de caractéristiques profondes de chacun de ces pays (i.e ces peuples, nous soulignons)*. Les pays anglo-saxons sont des pays de tradition (*common laws, add pl*). La France est un pays de droit<sup>424</sup> ». En fait une différence entre le monde latin et le monde de la réforme, entre le « generally accepted » des nations d'égaux et la règle imposée par un pouvoir centralisé. Fin 2011, en dépit d'un effort décennal, les normes IFRS n'ont toujours pas été adoptées par les USA pour remplacer les GAAP. Pour notre sujet il est important de noter que les instruments financiers font partie des trois priorités de convergence comptable (Financial instruments, revenue recognition, leases) entre GAAP et IFRS pour les travaux en cours. En d'autres termes que la comptabilisation, c'est-à-dire la production finale d'un actif financier, est toujours soumise à biais culturels forts sinon comment expliquer la durée de

---

<sup>419</sup> Genèse 11-2 page 30 Edition Desclée de Brower Edition 1975 Paris

<sup>420</sup> En particulier le groupe CESAME (clearing and settlement advisory and monitoring expert group) et plus récemment le groupe EGMI (expert group in market infrastructure)

<sup>421</sup> Rappelons que durant nos investigations des vingt dernières années nous n'avons toujours pas compris comment moins de dix pour cent des coûts peuvent être considérés comme le frein principal au marché unique et pas les quatre-vingt-dix pour cent restants.

<sup>422</sup> Ex devise de l'Union

<sup>423</sup> Comptabilité anglo-saxonne. Normes, mécanismes et documents financiers. Economica. 1995. 350 pages.

<sup>424</sup> Id page 17

cette convergence sans fin ? Fait peut-être étonnant dans un monde marchand apparemment mondialisé et unifié.

Que plus de dix ans de négociations n'aient pas permis l'harmonisation GAAP-IFRS est un exemple des résistances à l'effacement des caractéristiques culturelles nationales lisibles dans les pratiques. Nous pourrions multiplier les exemples. Celui du code international des valeurs (ISIN, international securities identification number, norme ISO 6166) utilisé dans la majorité des pays mais qui n'a pu dans le monde anglo-saxon détrôner l'utilisation du SEDOL à Londres ou du CUSIP à New York<sup>425</sup>. Ou plus simplement la manière d'écrire une date (exemple déjà commenté ci-dessus) où les américains utilisent une règle incompréhensible pour un occidental (pas de tri logique sur la série de chiffres représentant la date), règle US qui provoque chaque année de nombreuses erreurs de traitement dans le monde financier.

Normes techniques, standards et certifications sont un monde réel complexe. C'est un sujet d'expertise pointue entre techniciens d'entreprise mais il est presque ignoré du monde académique. Comme si cette pratique de mise en transparence des acteurs et des processus n'était pas un objet éligible au monde de la recherche. Alors qu'il s'agit bien de diminuer les coûts de transaction et les asymétries d'information en partageant un référentiel, un répertoire commun dont la nature, la réalité fonctionnelle, est de diminuer les incertitudes. Nous sommes bien au cœur de la théorie des coûts de transaction.

Fin 2011, nous n'avions encore trouvé aucun papier académique qui présente de manière cohérente cette gigantesque machine à rationaliser, ou plutôt à uniformiser, les comportements des acteurs du marché financier : l'usage des normes professionnelles. Nous employons ce terme « professionnel » pour, répétons-le, le distinguer des normes sociales qui sont aussi des contraintes comportementales efficaces.

Reprenons donc depuis le début.

Qu'est-ce qu'une norme ou un standard, comment sont-ils créés, pourquoi sont-ils si important pour le fonctionnement des marchés financiers ?

### ***Les référentiels***

Une norme décrit une manière de faire, ou l'état d'un objet, conforme à un référentiel généralement (mais pas toujours<sup>426</sup>) accepté par les utilisateurs du processus ou de l'objet. Cet objet, comme institution globale volontariste dans le monde moderne, peut être datée

---

<sup>425</sup> SEDOL: code UK pour Stock Exchange Daily Official List, CUSIP: code US pour Customer Uniform Securities Identification Procedure. Ces deux codes ont résisté avec succès, plus de dix ans, au niveau domestique à l'utilisation de la norme internationale.

<sup>426</sup> Cas célèbre de la convergence introuvable des normes comptables GAAP et IFRS voir [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)

de la création de l'ICC (International Chamber of Commerce, Paris) en 1919 qui va produire les premières normes globales pour l'activité de « trade finance » contemporaine.

Le monde financier n'échappe pas à ce mouvement mondial et ancien d'harmonisation des pratiques et ce jusque dans ses moindres détails. Les normes sont partout et presque tout est aujourd'hui normalisé. « Détail » institutionnel ne générant que peu d'intérêt académique. Dans notre vie quotidienne comme dans nos activités professionnelles. Le monde académique n'a pas échappé à cela que ce soit le « 3-5-8 » de Bologne normalisant les cursus universitaires ou plus simplement le diplôme de MBA. Le MBA n'est en effet rien d'autre qu'un référentiel minimum de connaissances de gestion approuvé-imposé par une majorité d'utilisateurs dans le monde. Un titulaire de MBA est pédagogiquement transparent : tous les recruteurs de la planète connaissent, ou devraient connaître, le périmètre de ce qu'il a appris. C'est moins évident pour les jeunes gens qui en France ou en Espagne ont suivi un cursus spécifique à une grande école ou université (recevoir à Sydney un cv expliquant que vous étiez élève en MP\* laisse les recruteurs dans une grande perplexité, et génère donc assez peu de confiance).

Soulignons cette définition :

- **une norme** : c'est un référentiel de règles clairement spécifiées (et donc écrites) dont on doit suivre les principes et les actions requises. L'usage de la norme peut être obligatoire ou optionnel. S'il est optionnel, l'usage de la norme est supposé donner un avantage compétitif (efficacité, coefficient d'exploitation) ou de notoriété (transparence, image, discours)
- **une certification de conformité à la norme** : c'est une attestation produite par un tiers (on ne peut s'auto-évaluer de manière crédible pour un examen qui fournit un avantage compétitif) qui assure la conformité des actions et/ou des résultats avec le référentiel. Ce certificat est, comme une certification de compte ou un système d'assurance qualité (ISO 9001-2008) octroyé pour une période définie, de quelques mois à quelques années.

Répetons-le : il semblerait que le monde des normes professionnelles, en particulier financières, soit étrangement absent du monde académique. Alors que l'on pourrait par exemple imaginer que les experts des micro-structures de marché, ou que l'école de la théorie des coûts de transactions auraient pu s'approprier ce domaine<sup>427</sup>. Il s'agit en fait de comprendre comment les acteurs d'un métier (y compris le législateur) voient la rationalisation d'une activité et la diminution de ses frictions inutiles. En d'autres termes, ce que bien travailler et bien produire veut dire. Et donc ce que veut dire être conforme à des attentes de clients, de contreparties ou de régulateurs. Les normes et leur application

---

<sup>427</sup> Nous n'avons trouvé en 2011 aucune formation universitaire française ou belge niveau Master économie-finance-banque-gestion qui introduise ce sujet comme domaine de compétences. Alors qu'il s'agit « simplement » d'expliquer comment on travaille concrètement dans le monde financier, c'est-à-dire quels sont les enjeux stratégiques opérationnels. On sait valoriser un SWAP mais on ignore l'usage des Master Agreement qui les organisent (remarque tirée de Merton) Apparemment certaines écoles françaises d'ingénieur, de même, n'introduisent même pas le sujet comme objet de connaissances et de compétences.

dans le temps, comme toutes les institutions, structurent fortement les interactions des acteurs (groupes, individus ou organisation).

Comment et que seraient nos pratiques administratives si en 1922 le mathématicien allemand Dr Walter Porstmann n'avait pas « inventé » le format A0, sur la base simple de la formule d'Euclide, format qui permet aujourd'hui sur toute la planète, sauf comme souvent aux USA, d'imprimer et de partager plus simplement des documents papier.<sup>428</sup> Ceci est loin d'être anecdotique si vous êtes par exemple une banque retail qui écrit à ses vingt millions de clients dans plusieurs pays trente fois par an ! Cet exemple est portable au monde de la finance et en particulier au monde de la finance de marché. La planète financière court après des mises aux normes qui doivent lui permettre d'être plus transparente, plus efficace, plus facilement contrôlable.

Ces normes apportant transparence et/ou productivité ne doivent pas être confondues avec de simples usages qui se sont ancrés dans une réalité technique ancienne et qui demeurent même après la disparition de l'environnement initial. L'exemple le plus connu de cette situation est l'usage du clavier QWERTY, conçu à l'origine pour éviter l'accrochage des lettres frappées simultanément, et qui dans un monde électronique perd tout son sens car étant plutôt un frein à la productivité de la frappe de textes en anglais. Bel exemple de contraintes techniques obsolètes devenues inerties culturelles nationales à forts coûts industriels (toute machine devant être conçue pour supporter les deux claviers en cas de distribution internationale).

La norme dont nous parlons n'est pas un usage créé par le temps. Elle est en usage comme résultat d'un travail conscient : elle est conçue et élaborée par des entités dédiées avec le plus grand soin et en toute conscience face à son rôle.

Le monde financier investit des sommes comprises entre 2% et 4% de son chiffre d'affaire<sup>429</sup> pour se mettre aux normes dans tous les domaines de son activité. La poursuite des standards est partout. La mise aux normes commence tout simplement par la production des documents comptables et de gestion. Une norme à usage obligatoire donc, car une entreprise de crédit listée se doit par exemple de suivre scrupuleusement des règles et un calendrier de productions comptables standardisées, immédiatement interprétables par les analystes du marché. La standardisation peut se terminer sur des détails ténus comme sur les modèles de données internes d'un intermédiaire financier. Par exemple, nous l'avons vu, sur la simple écriture d'une date. Norme internationale à usage volontaire.

---

<sup>428</sup> Le format A4 est de 1/16 du format A0 lui-même représentant une surface de 1m<sup>2</sup>, où le rapport L/l est égal à  $\sqrt{2}$ , ce qui pour chaque feuille A4 fait un poids de 5 grammes en grammage 80. Source: norme ISO 216. Ces « anecdotes » sont une des sources des gains de productivité et de notoriété (transparence) dans les services où la maîtrise des référentiels est une compétence recherchée.

<sup>429</sup> Calcul personnel basé sur trois grandes entreprises du monde du Securities Services et incluant toutes les mises en conformité possibles, y compris le personnel et sa formation aux normes, ainsi que sa mise aux normes (certification de personnes). A ma connaissance ce calcul n'existe dans aucun établissement de grande taille alors qu'il est un indicateur très sûr de « mondialisation » et de compliance. Seules semblent exister des estimations de coûts de mise en place des messages SWIFT-ISO et de leurs releases annuelles.

La vie quotidienne elle-même est touchée par le phénomène : nous avons tous pris conscience de partager avec la planète entière, avec l'usage de l'IBAN, la même structure des numéros de comptes retail. Avec cet exemple on voit que des pièces de vocabulaire commencent à être complètement globalisées tout en respectant les traditions et règles nationales<sup>430</sup>.

Les référentiels normatifs, les grammaires, sont définis par au moins trois sources :

- par la décision d'un centre représentatif d'un pouvoir,
- par un processus collectif de définition de règles, processus d'apparence démocratique,
- par la position dominante d'un acteur qui finit par imposer ses propres règles, normes propriétaires qui s'imposent aux autres acteurs.

Il s'agit en fait d'une lutte entre deux visions de la nécessaire langue commune : lingua franca (consensus des acteurs) contre Esperanto (création ex-nihilo d'une autorité extérieure aux acteurs).

### ***La décision d'un pouvoir public ou privé centralisé***

Réglementer ou légiférer veut aussi dire standardiser et normaliser. On oublie parfois que les règles du jeu légales (lois, règlements) consistent généralement à imposer un standard, une manière de faire, d'être et même parfois de penser. Le code de la route est un exemple de norme centrale universelle à biais culturel national fort<sup>431</sup>. Le monde financier n'échappe pas à la règle. Cette décision s'impose de fait (pouvoir privé) ou de droit. En France le Plan Comptable Général, par exemple, suit cette logique avec le Conseil National de la Comptabilité. C'est à un pouvoir placé sous l'autorité du ministre de l'économie que de dire comment les entreprises se doivent d'enregistrer leurs opérations dans leurs livres de comptes. Le pouvoir s'immisce partout pour standardiser. Imposer des règles financières même hors de son domaine de compétence (le domaine de la loi) semble être une quête perpétuelle. On peut ainsi se souvenir, pour se rapprocher de notre sujet, que l'assemblée nationale française a voté en 2010 la mise en place du T+1 (dénouement d'une opération le jour suivant la négociation) comme objectif d'organisation du marché financier européen<sup>432</sup>. Ce serait donc aux députés (il est vrai suite à un projet et pas à une proposition de loi) de définir la période standard idéale de dénouement d'une opération de marché cash : forme intéressante du rôle du politique dans l'organisation du monde marchand qui ravirait Karl Polanyi. De la même manière la Commission Européenne

---

<sup>430</sup> Un IBAN est une structure de compte nationale dans une enveloppe universelle : ce qui correspond très exactement à notre hypothèse de résistance à l'effacement des pratiques nationales.

<sup>431</sup> Il n'y a pas que le côté d'utilisation de la route : la simplicité d'accès et la liberté dont jouissent les conducteurs américains surprend souvent le voyageur latin habitué à des contrôles et obligations plus forts de la part du pouvoir de contrôle.

<sup>432</sup> En fait ce vote de l'assemblée a été rejeté par le Sénat, chambre qui semble plus en phase avec les recommandations de mise en place de T+2 de la Commission Européenne. L'Allemagne y trouverait bien sûr un avantage compétitif « gratuit » étant déjà utilisateur historique (ancien) de la recommandation.

comme suite aux rapports Giovannini a confirmé qu'elle choisissait le standard XML (extended mark up language) repris dans la norme ISO 20022 (la lingua franca électronique) pour favoriser la création du marché financier unique en luttant ainsi contre la barrière des communications électroniques incompatibles, une des barrières Giovannini.

Le pouvoir veut standardiser, et parfois cela peut prendre des formes surprenantes comme les exemples donnés ci-dessus, le pouvoir donc est source de normes financières. Comme responsable en dernier ressort de la création ou du maintien de la confiance, du crédit, il se doit d'être aussi le grand normalisateur. Il n'y a pas très longtemps (jusqu'en 1988 en France), on peut s'en souvenir, le pouvoir politique soutenait dans toute l'Europe que la meilleure organisation du marché financier était le monopole centralisé et sa concentration des ordres : le monopole agissant alors pour le meilleur exercice de la concurrence. Et en France jusqu'en 1988 les agents de change étaient des officiers ministériels. Avec le recul du temps, on s'aperçoit que ces montages historiques n'avaient de validité, n'étaient acceptables, que dans un contexte donné. Et donc n'avait pas de prétention universaliste mais seulement historique et culturelle.

***Un processus de recherche de consensus entre spécialistes, professionnels de l'utilisation de la norme.***

« La tâche principale du comité technique mixte est d'élaborer les Normes internationales. Les projets de Normes internationales adoptés par le comité technique mixte sont soumis aux organismes nationaux pour vote. Leur publication comme Normes internationales requiert l'approbation de 75 % au moins des organismes nationaux votants »<sup>433</sup>

C'est la manière la plus courante de fabriquer des normes dans le monde financier : un comité technique d'experts qui soumet son travail de proposition à la validation de la communauté industrielle. C'est un processus long et couteux car c'est une recherche de consensus, de lingua franca, et pas une décision d'un pouvoir central. Et cette recherche de consensus couvre aujourd'hui toute la planète. C'est typiquement le cas des normes ISO en particulier dans le domaine financier. Insistons sur le fait que nous sommes dans une logique de Lingua Franca, de consensus, et pas d'Esperanto, c'est-à-dire d'exercice intellectuel de recherche de modèle esthétique. Et donc dans une recherche de l'accord du maximum de participants pour un coût de mise en place minimum. C'est le rôle de l'ISO qui a mandaté la société de transport de messages financiers SWIFT pour assurer son rôle d'agent de l'ISO pour le monde financier<sup>434</sup>.

Il est vrai que les coûts de coordination d'une telle recherche de consensus peuvent devenir exorbitants. Pour échapper à cette logique de consensus global souvent trop complexe à définir, des groupes de normalisation arrivent à se constituer en utilisant un autre mode de travail et de gouvernance.

---

<sup>433</sup> Norme ISO 27001 Décembre 2007.

<sup>434</sup> Voir le mission statement sur [www.swift.com](http://www.swift.com) et [www.iso.org](http://www.iso.org)

Que l'on pense à l'activité des groupes de coordination des standards concurrents comme le Standard Coordination Group (SCG) qui tente de faire converger les normes FIX, FpML, ISITC, SWIFT-ISO, XBRL et FISDS (nous reverrons la signification de ces sigles).

L'exemple de fonctionnement de l'ISO est décrit plus bas.

**Une hégémonie d'entreprise qui diffuse et impose ses règles** à tous les autres participants. C'est un mécanisme classique de loterie où la norme d'un seul s'impose un jour à l'ensemble d'une profession à cause d'une multitude de facteurs qu'aucun acteur au départ du processus n'avait pu prévoir. Diffusion qui n'est pas nécessairement justifiée par une qualité supérieure du produit ou du processus (cas du clavier QWERTY souvent étudié en organisation industrielle et ergonomie). C'est le processus de diffusion illustré par MS-DOS/Windows et qui existe à de nombreuses répliques dans le domaine financier.

### ***Domination ou coopération normative : d'autres exemples.***

Un cas exemplaire de domination normative : NRA (non resident alien) et FATCA (foreign account tax compliance act). A deux occasions et à dix ans de distance l'IRS (internal revenue services US) a imposé à l'ensemble de l'industrie financière mondiale une procédure de détection de la détention d'actifs US par des citoyens ou des résidents américains qui détiennent des comptes ailleurs que sur le territoire américain (procédures dites NRA ou FATCA). Proposée par n'importe quel pays du monde cette procédure aurait fait sourire tant les investissements sont lourds (ils sont évalués à un montant proche de USD 10 milliards, donc beaucoup plus que les sommes que les projets pourraient rapporter au fisc US en valeur actuelle). Imposée par les USA, les acteurs ont dû se plier aux exigences du régulateur US qui n'a fait qu'imposer une manière domestique de collecter l'impôt sur l'ensemble de la planète, sans même s'attendre à la moindre réciprocité.

On retrouve aussi des essais de normalisation fiscale moins brutale dans par exemple le standard OECD de document pour les conventions bilatérales pour la non-double taxation des revenus. L'OECD joue curieusement le rôle d'agence de standardisation des traités bilatéraux (DTA) de non double imposition et fournit à tous les pays des conventions standards qui évite de longues procédures de mise au point de documents entre juristes internationaux. C'est là encore un cas intéressant de technique de diffusion d'un standard. Rappelons que l'OECD n'est officiellement, comme l'OPEC, rien. Juste un groupe de réflexion: « the OECD provides a forum in which governments can work together to share experiences and seek solutions to common problems » (mission statement). Standards et normes font donc de fait désormais partie des questions de gouvernance globale.

Reprenons notre point : les règles du jeu passent de plus en plus par l'établissement de normes techniques qui se diffusent ensuite dans le tissu financier. Ces normes, il faut le rappeler par souci de clarté, ne sont pas les normes de la technologie et outils



informatiques comme le défendent certains auteurs<sup>435</sup>, mais l'accord de tout ou partie des acteurs sur des règles du jeu.

### **43 – Les normes dominantes en usage et en concurrence**

Si nous passons au monde concret de la finance, en tant qu'activité humaine concrète, en tant que pratique, les standards nous introduisent dans plusieurs domaines

- **normaliser les données et produire des modèles de données** capables de décrire précisément des objets, des événements ou des acteurs du monde financier
- **normaliser des processus**, c'est-à-dire des enchaînements d'événements et d'actions orientés vers la réalisation d'un but<sup>436</sup>
- **normaliser les agents (les personnes)** et leur stock de connaissances nécessaires à l'exercice de leur métier
- **normaliser les produits**, en particulier les formes contractuelles des produits et les supports juridiques qui les matérialisent (ex : contrats ISDA, OSLA, ISMA...)

De nombreuses organisations internationales ou à vocation internationale travaillent sur ces sujets : définir grammaire, vocabulaire et pratiques communes pour assurer transparence et réduction d'incertitude. Nous en avons dénombré une vingtaine.

En résumé, et pour simplifier un paysage extrêmement riche en instances de normalisation à vocation universelle, nous retenons les trois instances principales qui normalisent aujourd'hui l'essentiel du monde des marchés financiers

- **ISO**, comme déjà évoqué, (International Organisation for Standardisation) qui prétend avoir, pour le monde financier, la vocation universelle de normalisation de données : pour tous marchés et pour tous produits. SWIFT est l'agence (au sens d'agent) à qui l'ISO a confié la standardisation des données du marché financier. Le SMPG y est rattaché (Securities Market Practice Group : l'entité chargée de gommer le caractère national des pratiques de marché)
- **FpML** (Financial products Markup Language) qui assure les descriptions des événements liés aux contrats OTC en particulier des SWAP. Travail réalisé sous l'égide de l'ISDA
- **FIX** qui domine numériquement, en volume, le monde de l'exécution sur produits cash<sup>437</sup>.

---

<sup>435</sup> Voir par exemple Chabert et Reynaud. L'infrastructure financière européenne. 2004 Revue Banque Edition. « c'est donc véritablement la composante technologique qui permet de trancher sur ce qui fait un marché intégré » page 281. Nous pensons que ce n'est pas une composante de technologie informatique qui intègre les marchés mais un ensemble des manières de faire, de règles du jeu, accepté par une communauté d'acteurs. La technologie informatique n'est pas la condition, seulement une manifestation ex-post de consensus (et quid de l'avant informatique, il n'y a que cinquante ans que l'informatique de gestion a commencé son parcours chez les acteurs du marché). Par exemple il ne peut y avoir aucune intégration sans communauté de pratiques juridiques.

<sup>436</sup> Cette réflexion sur les processus est devenue une expertise de haut niveau dans les organisations sous le nom de BPM (business process management). Toute approche de rationalisation en entreprise se doit aujourd'hui d'être « process driven » et si possible d'utiliser uniquement des données et des processus normés

<sup>437</sup> Voir [www.iso.org](http://www.iso.org), [www.iso20022.org](http://www.iso20022.org), [www.swift.com](http://www.swift.com), [www.fixprotocol.org](http://www.fixprotocol.org), [www.fpml.org](http://www.fpml.org)

Ce sont les trois grandes organisations dont les recommandations pratiques sont incontournables pour les responsables opérationnels d'opérations de marché. Ce sont les lingua franca électroniques qu'il faut parler, si possible sans faute, pour assurer l'enregistrement correct des mouvements de bilans représentant des actifs financiers.

Pour mémoire nous devons aussi citer, choisies dans une longue liste, les organisations suivantes qui nous paraissent significatives dans la standardisation affectant un ou plusieurs processus des marchés financiers :

- **ANNA** : association of national numbering agencies
- **UN-CEFACT** United Nations Centre for Trade Facilitation
- **SDDS** Special Data Dissemination Standard de l'IMF.
- **IAS et IFRS** International Accounting Standards.
- **PMPG** Payments Market Practice Group
- **ICMA** L'International Capital Market Association
- **ISDA**<sup>438</sup> International Swaps and Derivatives Association
- **ISITC** International Securities Association for Institutional Trade Communication.
- **XBRL** Extensible Business Reporting Language.
- **EPC** European Payments Council.
- **BIAN** Banking Industry Architecture Network.
- **IFX** Interactive Financial Exchange Forum
- **GIPS** Global Investment Performance Standard.
- **COPC** Customer Operations Performance Center<sup>439</sup>
- **Bureau Veritas** : Les services rendus par cette société cotée, leader de son marché, ne sont que de la réduction d'asymétrie : la certification de conformité par rapport à un référentiel. En fait connaître la contrepartie et ses produits par le truchement d'un tiers certificateur. Le marché de la certification est un marché en pleine extension et s'infiltré dans toutes les strates du social<sup>440</sup>.

On trouvera en Annexe 5 (page 201) une brève description de ces organisations qui sont les productrices et les gardiennes des « bonnes » manières de faire, des règles du jeu dans le domaine financier. Bien sûr ces normes techniques de l'industrie financière s'appuient sur d'autres normes comme par exemple sur les normes de développement (ISO 20000), de sécurité (ISO 27001) ou d'exploitation informatique. Ces normes peuvent permettre de certifier des organisations et leur processus (CMMI, ISO-SPICE) ou des personnes (ITIL, PMI<sup>441</sup>). L'infiltration industrielle des normes dans les processus financiers atteint des espaces parfois étonnants. On trouve même aujourd'hui des entreprises de normalisation et

---

<sup>438</sup> Source [www.isda.org](http://www.isda.org)

<sup>439</sup> Source : [www.copc.com](http://www.copc.com)

<sup>440</sup> Le groupe allemand TÜV par exemple, crée en 1872, emploie aujourd'hui plus de 16.000 salariés dans 65 pays pour exercer le métier de « prestataire international de services en inspection » voir [www.tuv.com](http://www.tuv.com)

<sup>441</sup> Capacity Maturity Model Integration, Information Technology Infrastructure Library, Project Management Institute

de certification du bien-être au travail qui organisent une revue des meilleures pratiques managériales dans de nombreux pays<sup>442</sup>. Elles certifient les « meilleures » organisations au sens de la restitution du vécu des salariés, travailleurs nationaux dont le rapport à l'entreprise et en particulier au travail salarié est essentiellement culturel.

Il peut sembler troublant pour le néophyte de comparer l'importance de ces connaissances nécessaires pour intégrer physiquement l'activité de marché avec les préoccupations académiques où elles n'existent pas. Et pourtant les recommandations des organisations citées sont le quotidien des opérationnels des marchés, elles sont leurs institutions pratiques et conscientes d'usage quotidien. Elles sont une grande part des règles du jeu. Or nous savons aujourd'hui sans doute beaucoup plus de choses et de détails précis sur les échanges-circulations de paléomonnaies des sociétés dites primitives<sup>443</sup> que sur les écarts de description d'un événement d'achat et de paiement entre ISO et FIX (en d'autres termes entre le monde global et sa compréhension par Salomon Brothers ou Swift) ! Et surtout sur le pourquoi de cet écart qui ne semble pas pouvoir se fermer en dépit d'années d'effort. Nous n'avons pas résolu ce mystère académique. Nous nous contentons donc de penser que ce sujet manque cruellement d'intérêt et que seule sa pratique pluri-décennale nous l'a rendu attirant.

Reprenons avec un peu plus de détails nos trois acteurs principaux, les plus forts contributeurs à l'élaboration des lingua franca financières<sup>444</sup>:

- **ISO-SWIFT** l'organisation consensuelle internationale,
- **FpML** le standard de JP.Morgan au service du monde des contrats OTC,
- **FIX** : le standard de Salomon Brothers créé pour l'échange d'informations d'exécution avec son principal client (Fidelity AM)

Nous insistons sur le fait que c'est une simplification abusive que de prétendre que ces trois acteurs représentent le monde des standards financiers alors qu'une vingtaine d'organisations au moins se partagent cet ambitieux projet global. Nous prétendons simplement que ces trois acteurs sont les principaux, ceux qui ont le plus structuré les échanges financiers des dix dernières années. En particulier pour le monde des fonds d'investissement qu'ils sont en train de transformer. Ils sont la réalité du monde financier

---

<sup>442</sup> Par exemple l'entreprise Great Place to Work qui tente de réduire l'asymétrie candidat/employeur sur le marché du travail. Voir [www.greatplacetowork.com](http://www.greatplacetowork.com) ou [www.greatplacetowork.fr](http://www.greatplacetowork.fr). BNP Paribas Securities Services Portugal a été une des premières banques françaises à l'obtenir en 2009.

<sup>443</sup> Voir par exemple « Les monnaies du lien » de Jean Michel Servet PUL 2012. 461 pages.

<sup>444</sup> Nous n'évoquerons pas en dépit de son action historique majeure (depuis 1919) et de son rôle dans la langue commune des échanges internationaux (les « incoterms », international commercial terms, première publication en 1936) le rôle de l'ICC (international chamber of commerce, the world business organisation [www.iccwbo.org](http://www.iccwbo.org)). Cette organisation a joué dans l'élaboration des règles du jeu des paiements commerciaux internationaux un rôle central (messages de « trade finance », lettre de garantie, crédit et crédits documentaires, véhiculés en majorité par les messages SWIFT séries 400 et 700). Il s'agit en effet plus de processus de paiement que de financement (ce dernier point est bien sûr discutable et discuté).

vu dans son aspect matériel de messages et d'enregistrements entre bilans. En d'autres termes le monde des transactions et non pas le monde du calcul du prix qui ne les résume pas : une pomme n'est pas le prix d'une pomme (aurait dit René Magritte).

### **L'ISO : la vocation universelle contrariée par la concurrence**

L'ISO, organisation basée symboliquement à Genève, est la plus grande entité de création et de distribution de normes au monde<sup>445</sup>. L'ISO coordonne le travail de la majorité des agences internationales et nationales de standardisation. L'ISO agit en fait avec un réseau d'agences de standardisation nationales qui représentent 164 pays en 2011. L'ISO produit des normes pour l'ensemble, ou presque, du monde marchand. Normes sur les produits ou normes sur les processus (les manières de faire) qui aujourd'hui sont au nombre de 19.000, et que viennent compléter plus de 1.000 nouvelles normes par an. Certaines de ces normes sont des normes nationales que leur qualité et l'acceptation des groupes de travail permettent de promouvoir au niveau international. Une norme anglaise BS (British Standard) peut par exemple se retrouver qualifiée de norme ISO si la communauté en décide.<sup>446</sup> Ce qui fait de ces normes la plus grande encyclopédie jamais réalisée de documents de gestion (de règles). L'organisation a délégué à la société SWIFT le rôle d'agent chargé de la production de normes pour le monde financier (rôle de « registration authority »). SWIFT travaille donc sur le sujet depuis environ quarante ans. La vision de SWIFT est simple : elle part d'une logique de cycle d'investissement que les standards doivent suivre et décrire au mieux. Rappelons que SWIFT est une société coopérative de droit belge située à Brussels (La Hulpe) qui est le principal transporteur mondial de messages financiers. Ce point donne à cette organisation un pouvoir systémique intéressant car basé sur un quasi-monopole de fait dont personne ne semble s'inquiéter chez les régulateurs financiers, même à la Direction Marché Intérieur de la Commission Européenne.

Dans la vision des équipes de normalisateurs SWIFT, la finance est un monde circulaire où des événements et des informations sont standardisés dans des messages qui suivent le cycle d'investissement vu par un investisseur (achat, exécution, confirmation, clearing, settlement, custody, asset servicing...), et pas dans la logique globale de production et de circulation de l'actif<sup>447</sup> entre émetteur et investisseur.

L'ISO a créé :

---

<sup>445</sup> Source : [www.iso.org](http://www.iso.org)

<sup>446</sup> C'est par exemple le cas de la norme BS7799, devenue ISO 17799 qui a évolué et été renommée par deux normes ISO 27001 et ISO 20000. Tous les établissements financiers de grande taille travaillent afin d'obtenir cette certification ISO 20000 car elle qualifie la gestion de leur système d'information et la gestion de son évolution (projets et maintenance).

<sup>447</sup> Intervention personnelle de formation stratégique chez SWIFT. 2012.

- un comité technique (TC68 : technical committee for financial services) chargé dans le monde financier de la normalisation des services financiers. Ce comité avait fin 2011 produit 49 normes applicables aux marchés financiers, et 27 standards supplémentaires étaient en développement.
- des sous-comités (SC4 : sub committee 4) chargés du marché financier, c'est-à-dire des titres et des instruments liés à ces titres, ainsi que des questions de sécurité (SC 2)
- des groupes de travail qui normalisent « consensuellement » processus, produits et acteurs (WG 8, WG10, WG11. working groups 8, 10, 11 ce dernier groupe définissant la grammaire de base des échanges financiers : les modèles de données et leur toponymie)

La gouvernance de l'organisation dépend d'un comité de direction où le poids des décideurs dépend de leur activité sur le réseau : les grandes CIB mondiales ont donc la possibilité de faire prioriser leurs propres priorités. Celles-ci sont ensuite relayées par les instances nationales ou internationales. La BIS fait, par exemple, souvent la promotion de l'usage des normes ISO dans ses recommandations<sup>448</sup>, dans l'espoir d'améliorer la résistance aux chocs des systèmes financiers. Il semble admis, simple illustration, que les systèmes automatisés résistent mieux aux chocs volumétriques que les systèmes manuels tant au point de vue physique (traitement des volumes) qu'économique (coût marginal presque nul dans un monde automatisé<sup>449</sup>, fortement croissant dans un traitement manuel).

Un gigantesque processus de recueil d'opinions et de propositions est mis en place auprès des utilisateurs du réseau SWIFT qui transporte principalement des messages aux normes ISO. Ces enquêtes ont pour but d'identifier les besoins, définir les priorités et les éventuelles solutions. En cas d'accord et après identification des coûts de mise en place, un planning de déploiement de la norme s'impose à la communauté internationale et donc aux 12.000 membres du réseau SWIFT. De fait à la communauté financière globale.

On peut dire qu'en 2011 le monde des produits cash (equities, money markets et bonds mais aussi les fonds d'investissement) et les paiements associés sont presque entièrement régis, au moins sur la partie post-exécution, par la syntaxe ISO-SWIFT et son réseau de transport (carrier) associé. Comprendre cette syntaxe et son vocabulaire c'est donc comprendre le fonctionnement d'une partie du marché (celle qui échange des messages à effets comptables, l'autre partie du marché n'ayant pas cette vocation)

---

<sup>448</sup> Voir par exemple BIS-CPSS Principles for financial market infrastructures. March 2011. 148 pages sur [www.bis.org/publ](http://www.bis.org/publ)

<sup>449</sup> Une des principales chambre de compensation en Europe a fait en 2011 la première offre de facturation marginale à zéro (gratuité) pour les apporteurs de forts volumes de transactions. Offrir un service complexe et risqué gratuitement devrait attirer l'attention de ceux qui pensent encore que la post-exécution est un problème en Europe (A.Giovannini et les experts de la Commission).

Une interruption du service de transport de SWIFT pendant plus de deux jours provoquerait sans doute un assez grand désordre économique mondial<sup>450</sup> (pas de transactions, et surtout pas de paiement domestique dans de nombreux pays, ou de paiement international) Il nous semble qu'avant les autres maillons de la chaîne d'intermédiation ce type d'acteur devrait aujourd'hui devenir une priorité du monde académique en particulier en économie industrielle et en politique économique (question majeure de souveraineté, de pérennité et surtout de gouvernance). Aux dépens bien sûr de la focalisation excessive sur le processus d'exécution et de dévoilement des prix.

D'autant que ces normes universelles établies par consensus long et complexe à partir de représentations nationales sont concurrencées avec succès par des acteurs purement privés comme nous allons le voir ci-après.

### **FpML: le succès de l'initiative d'une CIB US**

A l'origine de ce standard une initiative de la banque d'investissement JP.Morgan. « To lower the costs of processing derivatives and thereby increase the profitability of the business, JP Morgan (Chase) in 1997 established a research project to develop a methodology by which these instruments can be traded using e-commerce technologies. PWC was brought on board as a resource and in 1999 the organisations announced a draft standard for interest rates swaps. At that time other industry firms (*i.e US et EU CIB*) were contacted and an independent organization – FpML.org- was formed to develop and promote the financial product markup language as an XML base lingua franca (*le succès du mot semble bien universel*) for derivatives trading.<sup>451</sup> ». Voici donc un standard global initié par un acteur majeur dans son propre intérêt. En 2011 FpML est la syntaxe généralement acceptée des échanges pour les swaps, CSD et autres contrats vanille. De même le contrat cadre (Master Agreement) ISDA en supporte la partie contractuelle. Le standard est tellement dominant, c'est-à-dire utilisé par la majorité des contreparties, que SWIFT comme réseau de transport a dû accepter de transporter physiquement des messages FpML (*i.e aux normes FpML*) alors que SWIFT est une agence de normalisation de l'ISO, normalisateur concurrent du monde financier. L'ISO, par la délégation donnée à SWIFT, a donc pour l'instant laissé une initiative totalement privée piloter la normalisation des échanges de produits dérivés et contrats OTC. Mais bien sûr les groupes concurrents de normalisation se parlent et parfois coopèrent : « FpML/ISDA is an active member of the ISO 20022 Registration Management Group, working actively with other standard bodies

---

<sup>450</sup> Il est extrêmement difficile de savoir comment les établissements financiers dans le monde ont traité cette question dans leur plan de continuité d'activité. Des quelques exemples que j'ai pu observer, si la continuité technique est parfois abordée (réseau de transport) la continuité en cas de conflit social ou terroriste (grève, sabotage ... etc) ne semble elle jamais officiellement étudiée (ce qui semble logique). Rappelons simplement cette décision extrêmement symbolique, et signifiante pour notre sujet, de l'Union Européenne début 2012 d'interdire l'accès au réseau SWIFT aux banques iraniennes. Alors que ces dernières peuvent toujours opérer sur presque tous les marchés officiels et bien sûr OTC.

<sup>451</sup> Source : [www.FpML.org](http://www.FpML.org)

to harmonize financial industry standards under ISO.<sup>452</sup> » Nous sommes bien dans une logique de lingua franca, ce sont des interactions concurrentielles qui fabriquent la norme, et pas dans une logique d'Esperanto où un « expert » définit la règle la plus rationnelle.

### **FIX: la domination et la diffusion d'un standard propriétaire**

Tout commence ici avec une relation entre deux géants des marchés financiers. “Since its inception in 1992 as a bilateral communications framework for Equity trading between *Fidelity Investments and Salomon brothers*, FIX has become the de facto messaging standards for pre-trade and trade communication globally within the Equity market, and is now experiencing a rapid expansion into the post-trade space supporting straight through processing from indication of interest to allocation and confirmation. From this foundation the protocol is gathering increased momentum as it continues to expand across the foreign exchange, fixed income and derivatives markets”<sup>453</sup>. Au départ donc un besoin d'automatisation et de sécurisation des échanges entre une CIB US et son client asset manager pour l'activité « actions ». FIX a donc un périmètre de standardisation initial entièrement inclus dans le périmètre SWIFT. FIX a donc normalisé exactement les mêmes événements de gestion que ce que les normes ISO-SWIFT ont fait. Deux standards pour un processus identique mais chacun revendiquant un modèle de données plus pertinent que son concurrent. En d'autres termes un standard US contre un standard international. Comme le monde equities est fondamentalement anglo-saxon<sup>454</sup>, la norme de ces derniers (FIX) s'est imposée aux acteurs des marchés. Depuis près de vingt ans les deux organisations tentent sans grand succès de faire converger leurs normes et leur vision du fonctionnement du marché. C'est un cas intéressant où deux institutions internationales se heurtent en fait sur des bases « nationales ». FIX représente en effet le monde des CIB US et SWIFT-ISO les intermédiaires et banques européens. De plus l'origine de ce standard est comme nous l'avons vu totalement propriétaire entre Fidelity et Salomon Brothers. Ceci explique sans doute ses difficultés avec l'ISO qui travaille plutôt avec des instances nationales de normalisation et non pas corporate. On peut supposer que c'est la taille des acteurs qui a rendu possible la diffusion de ce standard (Fidelity a été dans le passé le premier Asset Manager mondial par la taille des actifs sous gestion, il était encore en 2010 classé quatrième mondial<sup>455</sup>). Il s'agit donc bien d'un effet domino d'usage dû à la taille de promoteurs initiaux.

### **La guerre des normes pour les standards de marché : luttes nationales ?**

---

<sup>452</sup> idem

<sup>453</sup> Source : [www.FIXprotocol.org](http://www.FIXprotocol.org)

<sup>454</sup> 55%, en valeur, des titres actions émis dans le monde étaient américains ou anglais en 2007. Source: WFE [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

<sup>455</sup> Source: Towers Watson «The world 500 largest asset managers ». 2010. 32 pages. Sur [www.towerswatson.com](http://www.towerswatson.com)



Résumons-nous : trois grandes organisations globales de normalisation parmi des dizaines imposent aux acteurs des manières de faire créant ainsi une plus grande transparence, une diminution de l'incertitude et donc des coûts de production et de transaction:

- Une organisation à vocation générale et universelle (tous produits et processus financiers), coordinatrice d'instances nationales : ISO-SWIFT
- Une organisation pour le monde des contrats et produits dérivés : FpML
- Une organisation pour l'exécution dans le monde cash : FIX

Et, c'est le fait notoire, même si ISO-SWIFT semble avoir l'appui et les recommandations des régulateurs internationaux et nationaux, une compétition d'usage entre les trois formats que le temps ne semble pas atténuer. On voit ainsi dans le paysage normatif s'affronter les deux mondes qui partagent ce que l'on appelle souvent l'occident : le monde anglo-saxon et les Européens. Et chacun des mondes va créer des standards avec sa culture, ses valeurs et son vocabulaire.

L'isomorphisme institutionnel analysé par Di Maggio va ensuite diffuser par mimétisme contraint la norme nationalement dominante sur les acteurs nationaux, puis internationaux.

Un autre exemple nous semble aussi parlant pour illustrer les bases culturelles de la normalisation que les processus de gestion standardisés de problèmes dits « six sigma ». Car même les méthodes de traitement de problèmes doivent être harmonisées si l'on veut encore augmenter la confiance.

### **Blacks Belts et auditeurs ISO: des appellations et des pratiques de production culturellement archétypales**

L'exemple qui suit est, nous en avons conscience, caricatural de l'écart culturel USA-Europe continentale. Il nous semble cependant suffisamment éclairant pour être retenu. Il s'agit de la standardisation de la gestion des défaillances d'un processus : donc celui de la résolution de problèmes, en particulier de problèmes affectant les clients. La méthode que nous allons très brièvement décrire est adoptée par presque tous les acteurs de la chaîne financière et en particulier les plus gros établissements<sup>456</sup>. Adopter les principes de la méthode ne veut pas dire une méthode déployée et utilisée avec succès, bien au contraire. Que tous les acteurs se décident à traiter selon le même modèle leurs problèmes opérationnels ne nous semble pas être un détail, mais une évolution significative de l'organisation industrielle des processus financiers.

---

<sup>456</sup> La plus grande banque française a même créé en 2006 une université interne dédiée à la diffusion de la méthode. Elle a dû rapidement arrêter ce projet devant le manque d'enthousiasme et de résultat dans l'usage de la méthode de la part du management français.



Les organisations de normalisation devaient un jour ou l'autre s'atteler à cette vieille question cartésienne du traitement correct d'un problème et de la démarche « standard » de résolution d'une question. Le monde romain nous a légué son célèbre « Quis, Quid, Ubi, Quibus auxiliis, Cur, Quomodo, Quando » pour l'analyse efficace et simple d'une situation. Ce que les organisateurs de métier ont souvent repris simplement sous l'acronyme « QQQQCCP » en français ou simplifié en « 5W » en anglais. En 1939 un ingénieur américain W.A.Shewhart publiait « Statistical method from the viewpoint of quality control », première révolution managériale de gestion de la qualité par la mesure statistique et en particulier la mesure de la variabilité du produit ou des processus. Rien de plus, de fait, que l'application industrielle du quatrième principe de la méthode<sup>457</sup>. Quarante ans plus tard Motorola en 1986 synthétisait les deux approches (la démarche latine de traitement d'une question combinée à la statistique plus moderne) dans une méthode de résolution de problème dite « six sigma ». Le succès d'estime de cette méthode allait être planétaire, sans doute dû à l'extrême simplicité de sa boîte à outils. La marque « Six Sigma » reste propriété de Motorola, ce qui illustre encore plus clairement son origine nord-américaine. Par contre, son objectif officiel « de réduction d'incertitude » parle très clairement à tous les acteurs, et en particulier aux acteurs de marché. Aujourd'hui les écoles de gestion, les programmes MBA et en France de nombreux masters (même s'ils restent une minorité) forment leurs étudiants à cette technique si simpliste mais robuste<sup>458</sup>. Le succès de sa diffusion semble basé sur la domination culturelle du modèle de gestion américain.

Le but est de mettre sous contrôle la variabilité d'un processus ou produits pour obtenir un seuil d'anormalité (au sens gaussien) de trois par million (valeur de six écarts types dans une loi de Gauss). En clair, d'avoir moins de trois erreurs par million de processus exécutés ou de produits. Cet objectif n'a qu'un vague sens industriel et est inadapté à de nombreuses réalités : trop exigeant dans certains contextes (restauration par exemple) ou pas assez dans d'autres (transport aérien). La méthode de cette mise sous contrôle des processus à améliorer est standardisée en termes d'étapes de traitement<sup>459</sup>, de pilotage de projet, de documents à produire et de questions à poser. En d'autres termes le management (au sens des hommes qui dirigent les maillons du FAPS) sait dans presque tous les pays ce que veut dire traiter un problème avec la méthode Six Sigma.

Le succès est tel que l'ISO elle-même, depuis cinq ans essaie de mettre en place un référentiel officiel « Six Sigma »<sup>460</sup> qui deviendrait alors une (ou plusieurs) norme ISO, et

---

<sup>457</sup> « faire partout des dénombrements si entiers... » . Discours.

<sup>458</sup> Voir par exemple [www.6sigma.us](http://www.6sigma.us) . L'Université de Lyon II-III elle-même offre à ses étudiants un programme dit B8, sur 24h de cours de « chef de projet six sigma yellow belt ». Ce programme n'évoque pas les méthodes ISO ou PMI (project management institute) de gestion de projet mais rappelle bien l'origine US de la méthode comme pour en assurer la valeur (qui répétons-le n'est que le QQOCQ latin combiné à la vision gaussienne de la gestion)

<sup>459</sup> Parfois connue sous l'acronyme DMAIC : define, measure, analyse, improve and control.

<sup>460</sup> Première proposition parue le 14 septembre 2011 voir [www.iso.org](http://www.iso.org). Norme ISO 13053 :2011 : méthode quantitative pour l'amélioration de processus- six sigma (6  $\sigma$  qui reste une marque commerciale de Motorola Inc). « La marque ISO est respectée et reconnue dans le monde entier, ce qui est un gage supplémentaire de

quitterait son statut de bonnes pratiques privées (market best practices). Cette norme ferait alors partie des normes de gestion de projet déjà existante, comme l'ISO 10006, 15504 ou l'ISO 21500, les « bonnes » manière de faire, validées par la communauté des professionnels. C'est bien un cas archétypal de diffusion mimétique (isomorphisme institutionnel) d'un standard à partir d'une entreprise dominante qui peut être trouvé chez General Electric. J.Welch le patron historique de GE a en effet constamment attribué<sup>461</sup> au déploiement de cette méthode (six sigma) dans son entreprise le succès planétaire de GE. Tous les responsables GE sont d'ailleurs certifiés six sigma, c'est-à-dire qu'ils ont suivi une formation et acquis une expérience de projet utilisant la boîte à outils six sigma (ou lean-six-sigma selon les interprétations).

On l'aura compris, il ne s'agit de rien d'autre que de diffuser et banaliser auprès des responsables de tout niveau dans les organisations une manière efficace de poser et résoudre un problème de manière standard, en particulier en le soumettant à la mesure et au dénombrement. Manière de faire, répétons-le, directement héritée du monde latin et enrichie des quelques techniques statistiques plus modernes, dont la loi de Gauss dont les américains sont très friands dans leur méthode de gestion<sup>462</sup>.

Mais pourquoi un tel besoin universel de méthode standard ? Tout simplement pour pouvoir le dire aux tiers et aux clients : vos problèmes seront traités par des spécialistes certifiés de la gestion de problème. Face aux clients et contreparties, transparence et confiance sont recherchées plus qu'efficacité.

Nous serions ici bien loin de notre système de production d'actifs, nos FAPS, si cette méthode n'était aujourd'hui répandue chez de nombreux acteurs de la chaîne d'intermédiation, en particulier anglo-saxons. De fait elle est donc aussi un des outils commun qui contribuerait à la formation et à l'amélioration des performances de la chaîne d'intermédiation. En effet on rend transparent, homogène, compréhensible et crédible les manières de traiter un problème (qui est une question universelle relative à la gestion de l'après-vente dans la relation client-fournisseur).

Et c'est là que les aspects culturels se manifestent et perturbent le déploiement de la méthode. Car pour assurer la diffusion de la méthode aux USA un « packaging » très américain a été mis en place. Les responsables opérationnels investis de la charge de

---

confiance...et offrira aux utilisateurs des meilleures pratiques harmonisées ». Confiance est identique à transparence et communauté des pratiques. Concrétisation des analyses d'Akerlof sur la « quality uncertainty ».

<sup>461</sup> Voir par exemple J.Welch dans son livre « Winning » (2007, Harper Collins 372 pages) même s'il y affirme que « quand vous avez compris que la variabilité c'est l'enfer vous avez compris toute la méthode »

<sup>462</sup> Dans beaucoup d'entreprises US même l'évaluation des personnels se doit d'être parfaitement gaussienne pour pouvoir licencier le quartile le moins efficace à chaque évaluation. Le nom de ce procédé de gestion du personnel est dit « forced ranking » : on force si nécessaire l'aspect gaussien de la réalité. Un évaluateur « non-gaussien » de son personnel, par exemple produisant une évaluation dissymétrique, y est réputé être un mauvais manager. La « bell curve » est devenu instrument majeur de gestion dite « scientifique », mais qui ici se révèle souvent proche du charlatanisme.

résolution de problème de gestion passent par des étapes de formation puis d'expérience qui font d'eux

- Des green belts (parfois même des « yellow belts » comme à Lyon II et Lyon III)
- Des black belts
- Des Master Black Belts

Il est sans doute difficile de démontrer académiquement que la logique de l'honneur d'un ingénieur français se marie mal avec ces appellations martiales et le folklore US qui va avec. Mais acceptons les résultats de Philippe d'Iribarne<sup>463</sup> : le français va préférer des référentiels apparemment plus techniques et au vocabulaire abscons pour le commun des mortels. En d'autres termes privilégier le statut sur le revenu, le « noble sur le vil » (La logique de l'honneur).

Cette mise en scène de la méthode dans un langage de sport de combat, sa prétention à avoir révolutionné le management en se basant sur des pratiques aussi simples et qu'anciennes, son origine anglo-saxonne, tous ces facteurs ont ralenti sa diffusion et surtout bloqué son succès en Europe continentale. Il est encore courant de voir des étudiants terminer en Europe leurs études de gestion sans connaître cette méthode alors que cela est improbable aux USA. Il est instructif d'apprendre que la plus grande banque française a arrêté son programme de déploiement « Six Sigma » au bout de trois ans d'efforts infructueux, alors qu'elle a réussi sans problème sa certification ISO 20000<sup>464</sup> de son système d'information. Ce dernier projet étant bien plus complexe à concrétiser puisque toute l'organisation doit être mise en mouvement. Culturellement les français n'étaient pas prêts à se couler dans ce moule au format anglo-saxon. Au cours de la même période la même banque totalisait (fin 2008) soixante-deux certifications ISO 9001 (système d'assurance qualité), là aussi bien plus complexes et chères à obtenir que la formation d'un cadre à la technicité « black belt », qui in fine se résume à comprendre la mesure de la variabilité dans des diagrammes de causes-effets.

Un dernier chiffre pour corroborer notre hypothèse : sur les plus de 600.000 certificats ISO 9001 obtenus dans le monde, seuls 40.000 ont été attribués dans la première économie du monde, les USA. Soit moins de la moitié du nombre de certificats italiens ou du tiers des certificats chinois ! Alors que dans le même pays, les USA, aucune entreprise de taille moyenne ou grande n'échappe à la vague six sigma. Ce qui conduit aux USA à des millions de projets de type six sigma. Nous ne sommes pas dans le domaine de la rationalité classique mais de la séduction culturelle des outils. Mauss nous explique qu'il « est très difficile de distinguer les phénomènes esthétiques des phénomènes techniques ». L'outil n'a esthétiquement, et donc culturellement, pas séduit les Français. Pourquoi ? Osons une réponse basée un peu sur l'expérience et surtout sur la dimension de masculinité

---

<sup>463</sup> La logique de l'honneur

<sup>464</sup> Mise en conformité de tout le système d'information avec les « bonnes » pratiques de gestion dans une optique qualité (i.e conformité aux attentes).

de Hofstede: il semble bien plus attractif au manager américain (pays à forte masculinité hofstedienne) d'être une « ceinture noire » animant un combat contre le « mal » (ici la variabilité) que d'être un auditeur d'un sigle obscur et prétentieux (ISO 9001-2000 ou ISO 20000...etc), ce que semblent préférer les européens continentaux<sup>465</sup>, en particulier les Français.

Pour comprendre l'importance de ce point qui semble si loin du monde financier, il faut simplement garder en mémoire que dans la longue chaîne d'intermédiation, tout le monde est client-fournisseur des maillons antécédents et successeurs. Nous avons tenté de le rappeler dans notre première partie : la production d'actifs financiers c'est une interaction complexe d'acteurs dans une logique de division sociale d'un travail complexe dans une industrie (la finance). Et qu'à l'occasion d'un appel d'offres (request for proposal), moyen aujourd'hui le plus courant et généralement obligatoire d'entrer en relation commerciale, les questions de type suivant seront posées au fournisseur, qu'il soit broker, asset manager, fournisseur de logiciel ou custodian : êtes-vous aux normes qualité et organisation ISO ou utilisateur de la méthode six sigma<sup>466</sup> ? Toujours pour la même réponse à la même question : la diminution de la « quality uncertainty » entre contreparties de services financiers. C'est une forme d'existence de la réalité du marché financier : entre acteurs de la chaîne on ne rentre pas en relation en Europe ou aux USA sur les mêmes critères.

#### ***44 – Concevoir, produire, distribuer: vers l'universalisation de la standardisation.***

Si tout est normalisable dans le monde financier, données, messages, traitements, processus, produits, acteurs et même les sanctions des comportements déviants; alors tout peut être certifié comme étant en conformité par rapport à la norme. Et tout doit être conforme à la norme, même les règles d'éthique<sup>467</sup>, si l'on veut baisser le niveau d'incertitude des acteurs de la chaîne. **Nous ne parlons ici que de détails**, de ces « small differences in the institutional details (that) can have material implications for the speed of implementation (of changes)<sup>468</sup> ». Nous évoquons un point coûteux des techniques utilisées

---

<sup>465</sup> Dans le Financial Times du 1<sup>er</sup> Novembre 2006 une pleine page (entière) de publicité sur Linde (société cotée) est composée uniquement d'un chiffre « 0,0000034 ». Les catholiques européens, pour qui cette publicité est incompréhensible, ne travaillent pas les 1<sup>er</sup> novembre, situation que l'annonceur comprend bien et utilise : sa publicité sera peu lue dans ces pays ce jour-là. Cette publicité ne s'adressait donc qu'au monde anglo-saxon dont le management sait qu'il s'agit là de la valeur de Six Sigma. La publicité signifiait simplement que la société était rentrée dans des programmes de ce type. Extraordinaire visualisation de pratiques culturelles nationales et de leur manipulation à des fins de communication commerciale.

<sup>466</sup> Encore peu connu des appels d'offre à la fin des années 1990, cette demande des appels d'offre s'est banalisée avec la crise. Source : groupe de travail interne groupe bancaire français sur le Business Process Management.

<sup>467</sup> Voir les essais de normalisation des produits et processus de finance islamique [www.islamicfinance.com](http://www.islamicfinance.com)

<sup>468</sup> Merton. Article cité page 16.

pour produire un actif financier. Celui qui consiste à faire passer, comme méthode de création de la confiance, des dizaines d'examens de conformité à une entreprise pour rassurer ses clients ou ses contreparties. Ces techniques sont culturellement marquées par leur origine domestique<sup>469</sup>, mais utilisent des référentiels qui devraient effacer à terme toutes spécificités nationales. Il est étonnant que cette universalisation des normes qui attire tant l'attention du législateur dans le monde industriel pour des raisons d'avantage compétitif et de protection du consommateur soit presque ignorée de lui dans le monde financier.

Le schéma ci-dessous, dont nous ignorerons ici les détails, reprend l'ensemble des opérations de 2008 de « mises aux normes et certification » d'une grande banque française très impliquée dans le monde des marchés. Il peut être copié pour tout établissement financier internationalement actif. La règle du jeu est simple : montre-moi tes certificats et je te dirai qui tu es. Il s'agit simplement de visualiser ce qu'il faut faire pour rester « crédible » face au marché, c'est à dire avoir du crédit. Vu l'ampleur des projets de mise aux normes et des ressources nécessaires pour animer ces projets il ne nous paraît pas possible d'ignorer théoriquement le sujet. L'économie industrielle devrait y voir le partage d'un outil, d'un moyen commun de production et bien sûr de coordination, pour l'industrie financière. Il est peut être également constaté qu'un isomorphisme institutionnel se répand après les standards, puisque ceux-ci affirment dévoiler « ce que bien travailler veut dire ». Etre aux normes c'est gagner en crédibilité.

D'autant que les spécifications, les référentiels, de ces normes évoluant en permanence, les projets de standardisation sont sans fin et donc très consommateurs de ressources. Ces ressources étant de plus, très souvent, hautement qualifiées. Les responsables des opérations de marché ont, par exemple, vécu en vingt ans trois bouleversements normatifs complets pour le monde des titres cash : mise en place de la norme ISO 7775 (septembre 1992), puis migration vers l'ISO 15022 (mars 1999), puis migration vers l'ISO 20022 (en cours avec changement global de syntaxe des messages). A chaque fois cette mise aux normes se solde pour une communauté financière nationale par des milliards d'Euros d'investissements.<sup>470</sup>

Cette réalité, nous avons pu le constater plusieurs fois, est négligée des responsables mêmes des grandes banques internationales. C'est une sorte de dimension occulte, mais bien réelle, de la production des actifs financiers : passer des examens de conformité qui sont en fait des guides pratiques de production.

---

<sup>469</sup> Nous avons déjà cité l'IBAN, numéro de compte international composé d'une structure domestique dans une enveloppe universelle. Tout un symbole de la résistance des pratiques domestiques.

<sup>470</sup> A € 600 le jour/homme de développement informatique en Europe de l'ouest il est facile de voir que € 1 milliard/€ 600 représentent environ 4000 personnes travaillant pour tous les acteurs financiers d'un pays pendant deux ans pour gérer une migration majeure (par exemple une migration vers la norme 15022 pour les titres du marché cash). Ce qui est dérisoire quand on se souvient qu'il y a simplement en France plus de mille établissements de crédit et près de cinq cents prestataires de services d'investissement. C'est donc bien en milliards d'Euros que s'exprime un coût de mise aux normes de l'industrie. Sans tenir compte bien sûr des gains ou des coûts générés par l'utilisation de la norme.

Ci-dessous, une représentation d'un cas concret de certification et de conformité dans une grande banque française (en 2008) : l'entreprise financière vue (par clients, régulateurs et contreparties) au travers de son système de certification et de conformité aux standards : la victoire des règles formelles universelles (level 3 de Williamson, voir schéma 11 page 87, « get the governance structure right »).

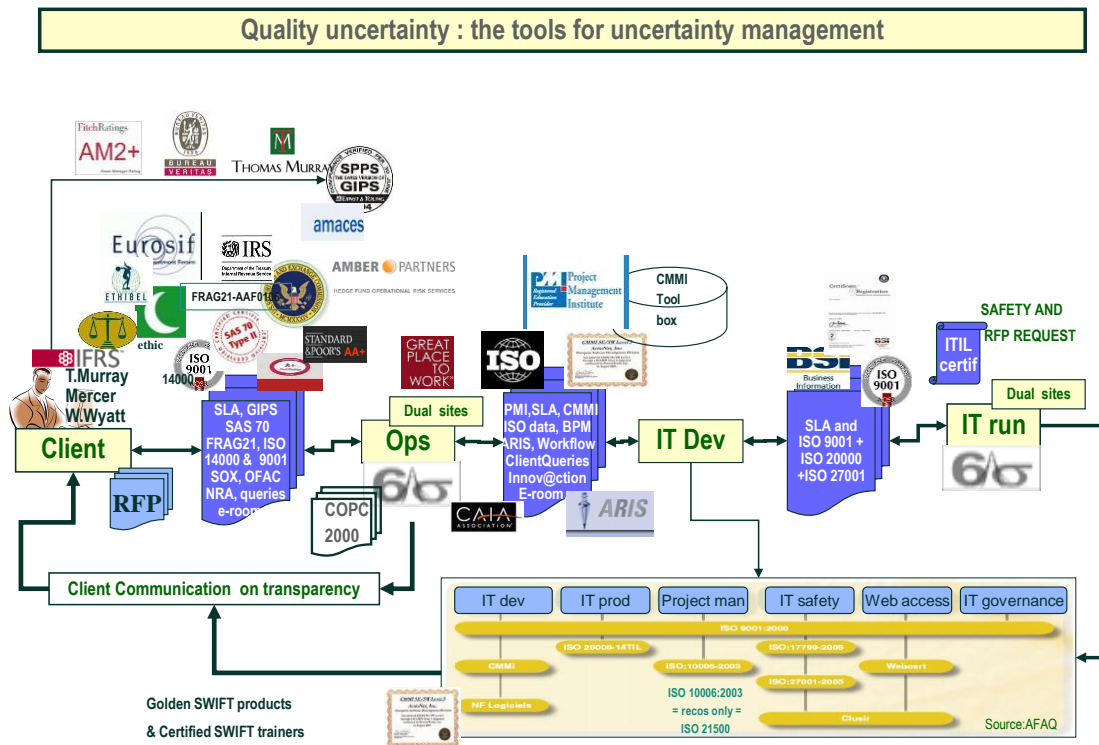


Figure 15 Un cas concret de conformité bancaire à plusieurs normes techniques. Source PL

*Ops = opérations ou production, IT dev = développements techniques et informatiques, IT run = exploitation informatique. Les trois composants concrets opérationnels de la relation de marché : il faut des gens, des outils et des techniques de changement-évolution d'outils.*

Nous n'entrerons pas dans les détails. Nous voulons ici simplement montrer un cas réel bancaire analysé en Europe en 2008 de conditions de production de la réalité financière. Le schéma ci-dessus veut simplement dire que le client ou la contrepartie, que l'on symbolise sur la gauche du schéma, s'adresse à une organisation bancaire ou financière qui couvre toutes les composantes de son activité de certificats de conformité : conformité comptable, conformité éthique, conformité du personnel, conformité des produits, conformité des opérations, conformité des développements et de l'exploitation informatique, et bien sûr utilisation de langages communs aux acteurs. C'est la réalité concrète des organisations aujourd'hui et reprenons le mot : un cas probable d'isomorphisme mimétique.

C'est le coût de la recherche de la transparence universelle, c'est-à-dire la suppression ou réduction des asymétries d'information, cette situation qui rassure et génère le crédit. C'est

le cœur de la stratégie des firmes financières : comme on ne peut « voir » leur produit et le tester, alors il faut « voir » et montrer les manières de faire pour rassurer. Surtout dans les échanges B2B où l'acheteur n'achète pas un produit mais une capacité à trouver des solutions spécifiques à chaque client et donc à gérer des changements permanents.

#### **45 – Normalisation, certification et acculturation des FAPS**

Voici comment, ci-dessous, plusieurs associations professionnelles ont répondu en 2009 à une consultation de la Commission Européenne sur la mise en place des Trade Repositories (fichier central de négociations OTC mis en place pour les besoins de régulation, de statistiques et de vision de l'état du marché comme suite aux travaux des équipes du Dodd-Frank act aux USA). A noter : “location” doit ici être traduit par nationalité.

« We caution that location of a data repository should not, in of itself, confer on the relevant financial regulator for that location any ‘extra’ or preferential access rights, nor any right of ownership of that data, nor, in of itself, jurisdiction over counterparties supplying this data (or to trades whose details are held at the repository). Any such ‘extra-territorial’ claim by a regulator in the jurisdiction in which a repository is located would further complicate the prospects for successful development and industry-wide usage of such a repository. We believe that international regulators should endorse this principle<sup>471</sup> ». En d’autres termes, tout marquage national de l’outil serait une contrainte trop forte : les TR doivent être le plus éloigné possible des spécificités et des contrôles domestiques. Se débarrasser du marquage national est un projet en soi pour faire converger vers les pratiques uniques et universelles. A noter aussi le rôle que ce groupe de professionnels donne au TR “a storage of trade records to provide *transparency* at an industry level on trends and behaviours in a specific asset class at a defined point in time<sup>472</sup>”, augmenter la transparence et donc la confiance.

Si l’ensemble des acteurs des marchés financiers font converger leurs pratiques, cela implique-t-il que toutes les manifestations culturelles nationales de leurs pratiques vont disparaître ? Que lentement mais sûrement l’industrie financière va se « dépolvériser » et tendre vers un modèle acculturé, pur, et donc plus efficace ? Plus rationnel ? C’est en tout cas le discours dominant, au niveau politique et professionnel. C’est apparemment aussi la vision des promoteurs de standards financiers, en particulier de équipes ISO-SWIFT (voir leur site et leur « mission statement »<sup>473</sup>) ainsi que leurs relais politiques à la Commission

---

<sup>471</sup> ISDA-AFME-BBA-NSA 9 novembre 2009. Response to CESR 09-827 consultation paper. Page 2. 10 pages.

<sup>472</sup> Idem page 3

<sup>473</sup> [www.swift.com](http://www.swift.com) Voir aussi nos remarques sur l’IBAN, combinaison d’un identifiant national dans une enveloppe universelle

Européenne. C'est oublier que si on réduit la rationalité à la cohérence entre fins et moyens, et que l'on accepte que toutes fins puissent être désirables<sup>474</sup>, alors il faut accepter le fait que la norme ne dit pas, ne peut pas dire la raison mais seulement la manière la plus commune de faire généralement acceptée par au moins un groupe. Comment juger la rationalité relative des arbitrages présent/futur alors que la dimension long-short term d'Hofstede nous rappelle que la préférence pour le présent est principalement culturelle et nationale<sup>475</sup>. Cela rapproche la définition des normes sociales et des normes techniques (qui seules nous intéressent ici). Il n'y a pas de rationalité « supérieure » dans un message SWIFT de type MT 543 de DVP (delivery versus payment : livraison contre paiement), simplement une traduction technique contemporaine d'une pratique millénaire de séparation de la transaction et du paiement, déjà identifiée<sup>476</sup> par E.Benveniste comme constitutive de la tradition des techniques d'échange indo-européennes.

C'est une question majeure en termes de coûts de production et de transaction, mais aussi en terme de perception de l'efficacité et donc de la rationalité. Les normes seraient la raison, la culture et les biais cognitifs la déraison, ou encore une raison limitée (« bounded » selon le mot consacré). La norme n'exprimerait pas l'état d'une relation historique sous contraintes (lingua franca) mais l'incarnation d'une raison supérieure (Esperanto)

Mais la finance éthique, dont la finance islamique, sont-elles « déraisonnables », car les choix y sont apparemment moins individuels que dans le paradigme néo-classique. Les millions de ménages français porteurs de SICAV monétaires sont-ils incapables de calcul financier<sup>477</sup> et auteurs de choix irrationnels ? Rappelons tout d'abord un point significatif : les conflits de normes. Aujourd'hui, nous l'avons vu plus haut, les normes FIX et FpML clairement d'origine américaine sont en compétition avec les normes ISO-SWIFT promues par les européens et recommandées par la Commission Européenne. Les conflits de normes ne sont pas que des conflits techniques mais aussi souvent des conflits de culture et/ou de pouvoir. Peut-on voir le système de production d'actif de la même manière quand votre appétit national pour les risques (mesuré par exemple par l'indice d'uncertainty avoidance de Hofstede) se visualise par le choix massif d'actions dans les portefeuilles anglo-saxons alors que beaucoup d'Européens en pays catholiques vont préférer le monde des taux réputé moins risqué et moins profitable mais souvent émis par un pouvoir central respecté ?

---

<sup>474</sup> On peut relire le texte de 1966 de Godelier « Rationalité et irrationalité en économie ». Maspero. 296 pages.

<sup>475</sup> Même si la behavioral economics apporte un éclairage différent sur les choix présent/futur

<sup>476</sup> « l'achat et le paiement sont deux opérations différentes, au moins deux moments différents de la même opération dans les civilisations anciennes et encore dans certaines civilisations traditionnelles d'aujourd'hui : le paiement suit la conclusion de l'achat et l'accord sur le prix » E.Benveniste Vocabulaire ... page 128. T1. Minuit. 1969. 376 pages.

<sup>477</sup> Voir statistiques Banque de France sur les portefeuilles d'investissement des ménages [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)



En d'autres termes le système de production d'actifs financiers s'ajuste sur les choix culturels que les normes traduisent et valident. Des rapports de force imposent ensuite, ou pas, la norme à l'industrie. Il est donc normal d'avoir des conflits de normes, ou des conflits au sein des normes, puisqu'elles expriment une préférence, une manière de faire, nationale ou régionale<sup>478</sup>.

Pour reprendre l'exemple de la finance éthique et islamique, monde financier à fondements culturels revendiqués, il semble évident que leur normalisation ne va pas effacer des spécificités culturelles, ou civilisationnelles, mais les renforcer. De même on imagine mal les financiers du Vatican placer leurs liquidités dans des « Evil funds<sup>479</sup> » US. Aux USA sont réputés éthiques certains fonds dont les investissements supportent les activistes qui militent, par exemple, contre l'avortement, ce qu'aucun pays européen n'oserait évoquer et encore moins faire aujourd'hui. Les circuits d'épargne, nous l'avons dit, ne se branchent en captation d'épargne et en alimentation d'investissement que sur des « prises » culturellement compatibles. Nous avons déjà évoqué le débat sans fin entre IFRS et GAAP où jusque dans le nom des normes viennent s'inscrire des manières de voir caractéristiques d'identités nationales ou régionales (accord-adhésion de tradition entre égaux ou décisions d'un pouvoir). Répétons-le : les normes du monde financier sont des résultats d'interaction ou l'acteur dominant finit souvent par imposer ses vues, ou ralentir la mise en place de nouvelles pratiques qui ne lui conviennent pas (un bon exemple étant bien sûr les normes environnementales, qui curieusement touchent aussi les acteurs financiers<sup>480</sup>).

A la question la culture nationale est-elle soluble dans les standards il ne semble pas exister de réponse académique. Tout voyageur traversant le Channel et porteur d'un appareil électrique ou d'un permis de conduire connaît pourtant bien une partie de la réponse : les résistances sont si fortes qu'il paraît bien optimiste que l'harmonisation puisse effacer des pratiques ancrées dans la culture nationale. Bien sûr la réponse est bien plus complexe. Les interactions inextricables. Aussi nous prendrons un nouvel exemple concret : les droits de vote des porteurs d'actions.

### **Chassez le culturel, il revient au galop. L'exemple de la Corporate Governance.**

---

<sup>478</sup> Un cas significatif peut être trouvé dans le monde du trade finance. Depuis 1919 les difficultés de convergences internationales des simples pratiques de paiements des importations-exportations ont fait que, en 2012, 38% des messages de série 700 de SWIFT (crédits documentaires et autres produits de trade finance) sont encore envoyés en format 799 (free format, texte libre non standard), car la standardisation des messages n'a pu supprimer les trop nombreuses spécificités nationales qui interdisent une complète automatiser. Source : ICC Global Survey on trade finance. Rethinking trade and finance, page 27. [www.iccwbo.org](http://www.iccwbo.org) 52 pages. Un exemple assez démonstratif des résistances des pratiques nationales dans les mouvements internationaux. Rappel : SWIFT transporte plus de 90% du trafic de trade finance.

<sup>479</sup> Evil fund : fonds uniquement investis dans des entreprises éthiquement discutées (armes, alcool, tabac, jeux, sexe ...)

<sup>480</sup> Aussi curieux que cela puisse paraître, BNP Paribas est aussi certifiée ISO 14000 (norme environnementale) pour certaines de ses activités.

Certains observateurs pourtant qualifiés des marchés ignorent parfois qu'il est presque impossible pour un investisseur de connaître sa part relative de droits de vote dans une société cotée, y compris en France et dans le reste de l'Europe.

Le vote des actionnaires en assemblée générale fait pourtant partie des règles du jeu universelles à fortes composantes nationales. Les exemples de « déviations » nationales sont aussi nombreux qu'il existe de pays où existent des sociétés cotées. Golden shares dans les pays nordiques, droit de vote double et nominativité en France, délai de détention au Japon, minorités de blocage, maximum-minimum de droits exerçables par compte d'investisseur en Suisse, perte des droits et franchissement de seuil, droits des minoritaires, l'immense question des class actions...etc chaque pays comprend et pratique le droit de vote selon ses propres règles<sup>481</sup>. Ce maquis incompréhensible de règles domestiques est un frein et un risque réglementaire important pour certains investisseurs, en particulier ceux qui sont statutairement obligés de voter aux Assemblées de société où ils investissent (cas de certains gérants US de fonds d'investissement). Alors que mondialement un consensus évident pourrait se dégager : one share, one vote. Il faudrait bien sûr, c'est ce qu'une forme de logique semble dire, appliquer cette règle simple et surtout transparente. En dépit d'un accord total des régulateurs et des autres acteurs du marché (nous insistons sur ce point), la réalité demeure : chaque pays continue d'appliquer ses règles et la Corporate Governance mondiale n'est pas pour demain. Dans l'Union Européenne par exemple « some commentators suggest that **the remaining legal differences are the ones most deeply grounded in national attitude, and hence the most difficult to change** »<sup>482</sup>. « Deeply grounded in national attitude »: on peut supposer sans risque important de traduction que « national attitude » veut en fait dire culture nationale. C'est là un résumé de notre hypothèse : les différences de pratiques profondément ancrées jusque dans les droits nationaux ne s'effacent pas, où avec beaucoup de difficultés. Il est à noter que le rapport ECGN cité (note 95) renvoie systématiquement aux outils du management interculturel et aux pratiques culturelles nationales pour expliquer les difficultés de l'Union à bâtir un marché financier unique (si ce mot a un sens) et performant. Et donc des règles communes de gouvernance sans lesquelles ce marché est impossible. La page trente du rapport est archétypale. Elle rappelle que la gouvernance dans un pays de « market culture » (UK) ou un pays de « consensus culture » (NL) ne peut pas donner lieu aux mêmes organisations et processus de gouvernance<sup>483</sup>, et donc à la même organisation des marchés financiers.

---

<sup>481</sup> On peut explorer le site très instructif de l'ICGN (international corporate governance network), [www.icgn.org](http://www.icgn.org) qui anime de nombreux travaux sur le sujet en particulier en relation avec les économistes et les juristes de l'OECD.

<sup>482</sup> Rapport ECGN (European Corporate Governance Network) de 2002, page 3. Weil, Gotshal et Manges LLP, pour la Commission Européenne, Marché Intérieur. Comparative study of corporate governance codes relevant to the european union and its member states. 107 pages. Ce texte est un des documents techniques produits par/pour l'Union qui résume le mieux nos vues sur les convergences de pratiques du marché financier, en particulier sur le grand projet de grammaire unique

<sup>483</sup> Idem page 30. Il est à noter que cette proposition d'analyse est totalement identique aux résultats de P. d'Iribarne dans « La logique de l'honneur » : la culture du marché US (logique du contrat) contre la culture du consensus hollandais.

Mais le rapport ECGN rappelle aussi qu'il y a 2000 sociétés cotées au Royaume Uni et 810 en France pour des économies de même taille : existe-t-il finalement un moyen plus simple de visualiser le « equities bias » que cette simple statistique qui résume deux mondes du financement qui ont du mal à se fondre ? Il n'y a pas de modèle de production d'actif pur et rationnel. Il n'y a que des résultantes historiques.

Insistons sur cette évidence : en 2011 on a encore du mal à définir mondialement les droits et les obligations d'un propriétaire (permanent ou temporaire) d'actif financier. Acquérir, emprunter, céder, prêter, dénouer une transaction, constater le transfert de propriété, toucher les revenus, voter aux assemblées, faire valoir ses droits en cas de défaut, valoriser sa position, tout a encore une composante nationale bien vivante et bien réelle. Les normes, c'est vrai, facilitent souvent la gestion de ces différences, elles ne les suppriment pas encore. C'est exactement ce que proposent finalement les normes ISO-SWIFT : transformer en paramètres et mots de langage les pratiques nationales. Par exemple la période de dénouement (T+0, T+2, T+3 ...), ou la technique de dénombrement des titres, deviennent une simple caractéristique d'un mot du message. C'est l'utilisation de la combinaison de tous les mots possibles de la grammaire (les « code words » et « qualifieurs » de SWIFT) qui en fait pérennise les pratiques nationales. C'est un point assez complexe à visualiser, mais les grands standards comme ISO ont ouvert leur vocabulaire aux pratiques locales aussi simplement que le français a accepté « week-end » pour parler de la fin de la semaine (ce que les locuteurs utilisant « fim de semana » dans les deux langues de la péninsule ibérique refusent toujours avec obstination). Comprendre les pratiques nationales est même le cœur de métier de certains acteurs : c'est le cas des Global Custodians dont le rôle principal est de faire écran aux spécificités nationales face aux investisseurs. Un Global Custodian est la tête d'un réseau de sub-custodians dont il coordonne et interprète les pratiques nationales. Cela est encore plus vrai pour les agences en charge d'organiser le vote en assemblées générales : ces organismes ne font que gérer des spécificités culturelles et leurs traductions juridiques<sup>484</sup>. Négliger cette composante de la réalité conduit aux échecs professionnels et parfois aux impasses académiques<sup>485</sup>.

Un dernier point: c'est la vision du temps qui semble rester souvent la plus discriminante pour notre sujet: « American business is preoccupied with immediate performance and accustomed to thinking in short term interval, which has proved to be a tremendous handicap in competing in the international market, especially with countries such as Germany and Japan where business plan for twenty, thirty, even fifty years in the future. The cost to the United States is billions of dollars annually and will continue until Americans business understand the price it pays for short term-term thinking and

---

<sup>484</sup> Voir par exemple le rôle joué dans le proxy voting de non-résidents par l'entreprise ADP [www.broadridge.com](http://www.broadridge.com)

<sup>485</sup> Un exemple courant se trouve dans les nombreux travaux académiques sur la collatéralisation qui négligent sa forme légale (transfert de propriété ou gage, full transfer of ownership or pledge) ce qui modifie pourtant la valeur économique du collatéral.

planning<sup>486</sup>». La préférence pour le présent, le court terme, interdit la mise en place de grands projets nationaux ou d'entreprise. C'est ce que nous voyons concrètement dans l'état de ce que la Commission Européenne appelle abusivement les infrastructures de marché (CCP, CSD et TR, confondant ainsi post-exécution et infrastructure). Rappelons l'exemple déjà donné: peut-on confier au hasard l'explication de la création en 1882 dans un empire allemand très récent du premier dépositaire central au monde, modèle copié durant l'occupation en France, et en 1973 son équivalent aux USA créé sous contrainte comme suite à une grave crise opérationnelle ?

Les normes ne peuvent supprimer la préférence des américains pour la titrisation « pure » (sortie de bilan) et celle des allemands pour les covered bonds (Pfandbriefe). Mais l'histoire peut par contre tenter d'expliquer comment et pourquoi les Pfandbriefes font partie du paysage allemand depuis le XVIIIème siècle et pas encore de celui des USA. Et mieux comprendre ainsi l'état actuel des composants du marché allemand. Et se souvenir plus que de coutume de la recommandation de Popper « nous ne savons pas nous ne pouvons que conjecturer<sup>487</sup> ». Les conjectures que nous avons faites ne sont que perceptions et tentatives de tri d'une réalité complexe, nous en avons conscience, mais nous pouvons témoigner que pendant des dizaines d'années elles nous ont aidés à mieux comprendre les conditions de production des actifs financiers, et ainsi mieux prévoir les volontés de changements crédibles (doable change) et celles qualifiées d'illusoires.



---

<sup>486</sup> Edward et Mildred Hall Understanding cultural differences; page 162. Intercultural Press. 1990. 196 pages.

<sup>487</sup> Popper La logique ... page 284

## 5 – En guise de conclusion

Qu'avons-nous essayé rapidement de dire :

- Un système de production d'actifs existe nécessairement pour produire un actif financier, sauf à supposer des mécanismes de génération spontanée qui cadrent mal avec toute approche positive (i.e non-métaphysique)
- Il est possible, puisqu'elle existe, de faire une histoire de la finance et il est donc également possible d'admettre que tout système financier concret est un résultat historique qui s'inscrit naturellement, mais pas uniquement, dans un contexte national. Que ce dernier « marque » de sa culture les manières de faire nationales des détails les plus minces (décrire le temps, passer une écriture, par exemple) jusqu'aux plus complexes (logique des choix des investissements en portefeuille). N'oublions pas que "Culture is to society what memory is to individuals" (Hofstede)
- Qu'un des rôles d'une des grandes pratiques de coordination, les standards techniques, est de tenter d'effacer ces marqueurs nationaux au profit de règles plus universelles de création de transparence. Quelques exemples ainsi que la logique de fabrication des normes semblent indiquer que pour l'instant ce n'est pas le cas.

### ***51 – Gouvernance et coordination par les normes. Un enjeu politique négligé.***

Que ce soit pour des raisons de réduction d'asymétrie d'information ou d'isomorphisme institutionnel les normes globales se déploient dans l'industrie financière. Elles sont la langue principale de travail. Leur diffusion est en partie assurée par l'intégration de multiples règles domestiques dans la règle universelle. Ce que nous qualifions de "syndrome IBAN<sup>488</sup>" : un contenu domestique dans une enveloppe universelle. Exemple : le RIB français, ou le 3-7-2 belges, inclus dans l'IBAN, ou l'exemple presque identique de l'ISIN (International Securities Identification Number, numéro international d'identification des valeurs basé aussi sur les pratiques nationales dans une enveloppe universelle).

« Crisis experience has shown that as the financial intermediation chain lengthens it becomes complicated to assess the risk of financial product due to the lack of transparency

---

<sup>488</sup> L'IBAN est l'international bank account number, autre nom de la norme ISO 13616, dont l'usage est impératif dans l'Union Européenne mais encore peu diffusé aux USA (2009).

as to how risks are managed at different levels of the intermediation chain<sup>489</sup>». Ce n'est pas l'allongement de la chaîne qui rend complexe le marché global, c'est la compréhension du rôle et des interactions de chacun des maillons. Il est vrai, comme déjà évoqué, qu'entre le pricing des CDS, un document de recherche financière, des informations de data vendors, et le rating des agences de notation il devient périlleux d'affirmer qui fait quoi pour informer le marché de l'évolution des risques de défaut (prix dans la note et note dans le prix ?). Une partie de cette complexité est traitée par les normes techniques qui proposent et/ou imposent les règles du jeu. Le champ est immense et attend un peu d'attention même si la recherche continue à se focaliser sur les pommes du marché (la transaction et ses conditions) et non pas le marché des pommes (les conditions matérielles et sociales de la relation).

Un point en particulier devrait attirer l'attention académique: la gouvernance des entités chargées d'établir les standards. Car si les normes sont les lois du marché, alors le standardisateur est bien *in fine* le régulateur réel du marché, en toute conformité avec l'esprit de notre article 1134<sup>490</sup> du code civil. Et il n'est bien sûr pas neutre de déterminer si la norme-loi des parties, sa diffusion et son évolution (sa gouvernance), sont le fait de groupes dominants, de culture dominante, d'isomorphisme corporate ou de l'expression d'une forme de démocratie industrielle (et il est exact que la forme prise par l'élaboration des normes financières prend parfois des apparences démocratiques).

Si le rôle du marché est de fabriquer d'abord des liens, des liens très concrets entre bilans, et accessoirement des prix, alors effectivement la compréhension des méthodes de fabrication de ces liens est un enjeu stratégique pour les Politiques comme pour l'industrie. S'éloigner des prix et se rapprocher des comptes et de leur processus c'est modifier radicalement, pour certains, l'objet même de la finance depuis Louis Bachelier. C'est-à-dire depuis cent-dix ans. Mais comme le rappelle Michel Callon citant Williamson (1993) "calculativeness is the general condition that I associate with the economic approach and with the progressive extension of the economics into the related social sciences<sup>491</sup>". Ne plus calculer mais simplement décrire et comprendre des liens semble provoquer une sorte d'angoisse épistémologique pour tous ceux qui assimilent economics et calcul (en suivant ainsi la définition classique et dominante de Robbin). Mais avant le calcul ne faut-il pas aussi décrire les objets qui sont le sujet du calcul ? Mauss dans son « manuel d'ethnographie » rappelle que « la position des métiers les uns par rapport aux autres conditionne l'état social. L'erreur de Karl Marx est d'avoir cru que l'économie conditionnait la technique, alors que c'est l'inverse<sup>492</sup> ». Les techniques du marché, et en particulier celles figées dans des normes, expliquent en grande partie le marché. Et les rapports de domination qui en découlent. « Car puissance, suprématie, zone d'influence ... est-ce souvent autre chose que des détails techniques : voiles, rames, gouvernails, profil

---

<sup>489</sup> BIS Market structure and systemic risk of ETF. Working paper. April 2011. 17 pages

<sup>490</sup> Les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites.

<sup>491</sup> Callon and al. The laws of the market page 256

<sup>492</sup> Mauss. Manuel d'ethnographie. Payot. 2002. Page 50. 363 pages.

des coques, tonnages des navires ?<sup>493</sup>». Aujourd'hui nous dirions maîtrise des FpML, d'ISO 20022, des droits de la titrisation, en un mot maîtrise de la transparence des processus financiers. Toutes ces pratiques étant entièrement ou partiellement incorporées dans des normes techniques.

C'est donc un enjeu politique majeur: la maîtrise des normes donne en effet un avantage compétitif non seulement aux entreprises mais aussi aux nations. « Firms and nations specific advantages » pour reprendre la terminologie de l'international business. Etre plus transparent pour plus de confiance donc plus de crédit. Les UCITS, nous l'avons déjà vu, doivent leur étonnant succès mondial à ce principe simple. Cette technique de coordination différente des prix ou de la hiérarchie n'a pourtant pas encore, pour le monde financier, attiré l'attention des politiques. La coordination par la transparence et la réduction d'incertitude n'a pas atteint les niveaux politiques<sup>494</sup>, et il faut bien le reconnaître n'est pas entièrement intégrée par tous les professionnels de la finance<sup>495</sup>. Normes et standards, pour le monde de la décision, pointe encore souvent exclusivement sur la comptabilité et pas encore sur les manières de faire et les produits.

Nous ne sommes, très curieusement -plus de cinquante ans après le traité de Rome-, qu'au tout début de la réflexion sur la nécessaire communauté des pratiques financières (pas de leur périmètre de contraintes) tant le monde financier réel est complexe et nationalement divers. Un nouveau groupe de travail, encore un, s'attache de nouveau à rapprocher les pratiques financières nationales : l'ISMAG<sup>496</sup>. Ce groupe édite depuis deux ans (dernière version prévue pour janvier 2012) un recueil des pratiques nationales en insistant sur les « non standard and unusual structures »<sup>497</sup>. En d'autres termes, il décrit des pratiques nationales qui s'opposent ou se complètent sur le sujet pourtant bien restreint des émissions internationales<sup>498</sup>. Et ce plus de dix ans après les rapports Giovannini. A notre sens, c'est cette absence de vision du monde réel et de sa complexité qui a fait que les recommandations des rapports Giovannini sont restées largement sans suite, ou presque, plus de dix ans après leur parution : il n'y a pas quinze barrières Giovannini, il y en a des milliers. Et ces barrières ne sont pas des frictions mais des éléments d'un système de production. Il faut admettre comme base de travail que les marchés sont des résultats historiques, et donc culturels, sinon comme nous le vivons en Europe depuis trente ans nous passerons notre temps à redécouvrir les composantes nationales qui limitent ou

---

<sup>493</sup> Braudel. La Méditerranée ... T III pages 146.

<sup>494</sup> Il faut cependant citer l'exemple historique, politiquement intéressant mais sans suite, de Margaret Thatcher qui en 1979 accorda son appui politique inconditionnel à la conversion des industries du Royaume Uni à la certification qualité ISO 9000. Pour un bref historique polémique voir par exemple John Seddon Freedom from command and control: rethinking management from Lean services. Productivity Press. 2005.

<sup>495</sup> Nous avons déjà souligné l'absence d'intérêt académique et surtout pédagogique pour le sujet. Il est à noter que le référentiel 2011 de certification de personnes AMF évoque très rapidement les rôles de SWIFT, et ignore les autres normes du marché financier.

<sup>496</sup> International Securities Market Advisory Group. Produit par Euroclear et Clearstream voir [www.euroclear.com/ismag](http://www.euroclear.com/ismag)

<sup>497</sup> ISMAG Operational market practice book. 2011. Version 2 en Janvier 2012.

<sup>498</sup> Au sens des homeless securities traitées par les deux ICSD principaux et leur common depositories.

s'opposent à des nouvelles pratiques internationales, c'est-à-dire non pas au-dessus mais au travers des nations.

C'est l'agencement de ces spécificités nationales qui fait ou défait le succès (le pay-out de North) financier national. Le Luxembourg en 2010 restait la première place cross-border du monde<sup>499</sup>. Peut-on vraiment croire qu'il ne s'agisse là que d'un effet d'une fiscalité marginalement avantageuse qui ferait que cette activité s'est développée ici et pas en Grèce ou en République Démocratique du Congo ? Et pas d'un effet de l'existence et du respect des règles du jeu, des institutions, qui régissent ce pays de l'Union? Hypothèse d'autant plus probable et prédictive que plus des trois-quarts des salariés du secteur financier luxembourgeois ne sont pas des nationaux mais des immigrants respectueux des règles du jeu nationales. C'est bien ici des règles nationales qui s'imposent à tous et génèrent le pay-out. Le Luxembourg est, simple exemple, le pays d'Europe où le respect de la norme comptable SAS 70<sup>500</sup> est la plus recherchée par les participants du marché : nous ne croyons pas trop au hasard.

Cet enjeu de l'efficacité du système de production par l'usage des normes, technique particulière de coordination du marché financier, nous semble négligé du monde politique<sup>501</sup>. Les rares cas où les législateurs nationaux s'intéressent à la chose finissent par produire des contresens (vote du T+1 en France par l'Assemblée<sup>502</sup> en contradiction avec le projet T2S en cours au même moment !) ou des absences remarquées (barrières Giovannini et dématérialisation des titres)

## ***52 – La maîtrise des standards : des institutions au cœur du changement, des techniques à maîtriser, un enseignement académique à développer.***

Normes et règles du jeu institutionnelles : un dernier rappel et une proposition.

Les normes techniques sont donc des règles du jeu écrites et partiellement consensuelles. Elles sont des institutions formelles. Leur conception, leur écriture et leur déploiement donnent une excellente visibilité aux préoccupations concrètes de l'industrie ainsi qu'à ses

---

<sup>499</sup> Voir statistiques sur [www.finesti.org](http://www.finesti.org)

<sup>500</sup> SAS 70 (I et II): statement of auditing standard d'origine purement US. Décrit les conditions de production des états comptables, en particulier pour les fonds d'investissement, et soumises à certification par des tiers. En phase de remplacement par une norme « vraiment » internationale et techniquement très proche de l'IAASB: l'ISAE 3402.

<sup>501</sup> Des contacts personnels avec des membres du parlement européens semblent le confirmer

<sup>502</sup> Proposée par la commission des finances de l'assemblée en juin 2010, puis rejetée comme inappropriée et pouvant provoquer un risque important de déstabilisation globale, alors même que T2S cherchait à obtenir un consensus sur la règle allemande (T+2). Le rejet faisait en partie suite aux remarques de l'AFME (Association for Financial Markets in Europe) voir [www.afme.eu](http://www.afme.eu)



projets. Lire un projet de norme financière c'est améliorer ses prévisions sur l'état futur des acteurs et de leurs relations. Les normes ont pour les marchés financiers une vocation globale. Elles sont aussi, nous l'avons vu, les principales counteracting institutions d'Akerlof qui réduisent l'incertitude financière, activité où rien ne se voit, ne se pèse ou ne se touche, et où tout est confiance, crédit. North appelle cela les « formal rules » qu'il oppose aux « unformal rules » (culturelles et civilisationnelles). Mais ces règles formelles sont nécessairement mélangées, par construction (voir l'exemple de l'IBAN), aux règles informelles. Et, empruntant la logique de l'isomorphisme de Di Maggio, il est alors probable que ce mélange, qui peut nuire à leur efficacité, puisse aussi grandement faciliter leur diffusion. Et cette dernière se devrait d'avoir une base académique pour le monde financier.

La maîtrise des standards est en effet une technicité majeure pour le marché du travail de l'industrie financière. Elle est rappelons-le le moyen de la réduction d'incertitude : d'où son intérêt pour les organisations. Un enseignement académique pourrait se mettre en place car correspondant à un vrai besoin de compétences techniques identiques aux statistiques ou à la comptabilité.

Nul ne contestera que, dans le monde de la comptabilité, un technicien capable de maîtriser les différences entre GAAP et IFRS apporte de la valeur à son entreprise dans sa compréhension du thème général de la valorisation. Mais bien plus rares sont les experts capables de définir stratégiquement si le producteur de services financiers se doit de s'investir dans une certification ISO 9001-2008, ISO 20000, dans une SAS 70 ou bien dans une autre technique normée de maîtrise de processus. C'est pourtant la réalité du marché financier et de son marché du travail. Le premier échange d'information entre acheteurs et vendeurs de services financiers est désormais un échange de certificats de toutes natures susceptibles d'améliorer la confiance.

Jargon ésotérique au service de techniques sans intérêt théorique ?

De fait, il semblerait bien que le monde académique soit de cet avis. La production de la réalité matérielle des produits financiers n'est pas, pour l'instant, un sujet. Même dans le domaine de l'économie industrielle. Nous avons déjà évoqué notre incapacité à convaincre, durant vingt-cinq ans, l'université qu'il n'était pas inutile de maîtriser la messagerie financière ou simplement les standards de données pour comprendre les règles du jeu qu'ils matérialisent. C'est une conviction profonde: la pédagogie de la norme financière est la meilleure des pédagogies académiques pour expliquer l'objet de la finance, même si elle est la plus austère.

La norme ne fait que combiner l'isomorphisme de Di Maggio et les counteracting institutions d'Akerlof: nous copions nos meilleures pratiques pour une meilleure reconnaissance et nous réduisons nos asymétries d'information pour une meilleure efficacité.

Le cycle d'investissement en portefeuille, investment life cycle, vu au travers de la messagerie SWIFT aux normes ISO 15022. Ici se trouve matérialisé le fait que le « trading » est une simple pièce de la chaîne (même si SWIFT, dans ses analyses, reste dans la vision verticale des marchés)

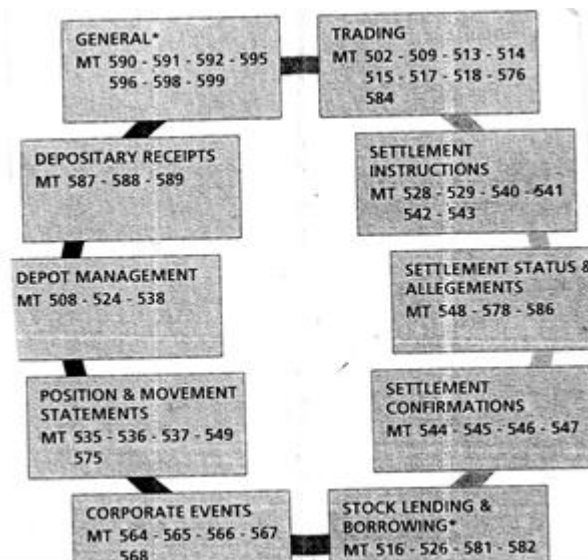


Figure 16 La vision verticale des marchés illustrée par le cercle des messages ISO 15022

Source : SWIFT User's book.

Répetons-le, nous n'avons toujours pas compris, après un si long passage par l'industrie, pourquoi la recherche semble juger plus importante, pour la compréhension du monde financier, le comportement du carnet d'ordres d'Euronext<sup>503</sup> ou de Deutsche Börse. Les prix seraient et expliqueraient tout. L'étude du mécanisme global d'échange d'information entre producteurs-consommateurs, émetteurs-investisseurs, est donc inutile. Ce mécanisme global très partiellement représenté par la messagerie SWIFT (ici, schéma de mise en portefeuille, donc très petit sous-ensemble du monde financier global) conduit aux écritures comptables que sont les actifs financiers. Pourquoi les prix sont-ils des objets scientifiques si prisés et les autres processus académiquement si méprisés<sup>504</sup> ?

S'il y a une pédagogie de la norme, alors il faut en informer et former les pédagogues. Et peut-être un jour verrons-nous enfin éligibles à l'étude et l'enseignement universitaire les règles formelles du jeu, c'est-à-dire le fonctionnement concret du marché. Et ainsi, altérer la domination intellectuelle de la formation des prix au détriment de la logique de création de l'actif, qui nous semble être une manifestation de l'hégémonie de l'hypothèse du marché autorégulateur. Certains manuels d'économie ou de finance internationale ont déjà

<sup>503</sup> Et donc en termes très concrets la génération de messages de type M1 par le système de carnet d'ordres UTP-Euronext vers le système UCS de Clearnet. Or événement qui ne retrace en rien un lien investisseur-émetteur

<sup>504</sup> En dépit des efforts de plusieurs enseignants, en particulier de Lyon II, pour rappeler qu'il y a aussi « des choses » à comprendre avant et après la négociation. Nous pensons en particulier à M.Karlin, G.Reynaud, et D.Chabert. Qu'ils soient ici remerciés pour avoir ouvert la voie.

intégré comme faisant partie du cursus universitaire des éléments de management interculturel<sup>505</sup>, il suffit maintenant de franchir le pas pour le management technique.

Mais nous ne sommes pas trop optimistes sur le sujet : de nombreuses années passeront sans doute pour que dans les cours de « Marchés Financiers » dispensés dans une centaine d'établissements d'enseignement supérieur en France, et plus d'un millier en Europe, l'étude du ratio de Sharpe, des spreads bid-ask, ou des règles d'exécution dans le carnet d'ordres d'UTP-Euronext soit détrônée en termes académiques par l'analyse, ce n'est qu'un exemple, de la norme ISO 20022 et sa grammaire<sup>506</sup>. Et pourtant « while many people in the financial industry services have heard about ISO20022, few truly understand what is it about and what is so great about it<sup>507</sup> ». What is so great, and important, about it? Il conditionne la compréhension de l'arrangement socio-technique qui produit des actifs. Ce constat est applicable à beaucoup de nos règles formelles de marché. Revenons donc à l'approche de Robert Merton déjà citée pour proposer sa mise en œuvre généralisée dans le monde académique : « swap contracts – *I.e standard ISDA-PL* – provide an excellent example to illustrate the importance of institutional details that are routinely ignored in neo-classical analysis...small differences in the institutional details can have material implications<sup>508</sup> » .

C'est de ces « détails » dont nous parlent les normes. C'est de ces détails que les étudiants du monde financier devraient aussi se nourrir pour mieux comprendre le monde de demain. Les techniques statistiques ou comptables font depuis bien longtemps partie du cursus normal des étudiants en sciences économiques et en gestion. Qui contestera que la lecture de la réalité à travers le prisme de la comptabilité (nationale ou d'entreprise) ou des statistiques soit une béquille bien utile pour entrevoir une partie du monde. Comptabilité et statistique ne sont pourtant que des techniques même si elles s'appuient nécessairement sur une vision du monde réel et une théorie de ce monde<sup>509</sup>. Il est peut-être temps que les techniques de production d'actifs financiers intègrent également les cursus académiques.

C'est en effet ce qui nous a le plus manqué dans notre brève tentative de recherche : l'absence de référentiel académique et de statut scientifique de la question sur lesquels nous aurions pu nous appuyer. Cette terra incognita des processus concrets de production financière rend malaisée et donc risquée une recherche qui ne peut s'appuyer sur des acquis ou des hypothèses académiques et soumettre ainsi, selon le processus cumulatif classique, un ou plusieurs points à une critique.

---

<sup>505</sup> C'est le cas de Rugman et al , International Business , dans son chapitre 15. Commenté lors du séminaire Lyon 2-3, D2, 2 mai 2011, Lyon.

<sup>506</sup> La migration nécessaire du sujet de la production financière vers le monde académique est reprise des recommandations pédagogiques du chapitre XVII (« l'école de l'administration d'entreprise ») de l'ouvrage de Herbert Simon « Administration et processus de décision » p 309 et sq, Economica 1983. 322 pages.

<sup>507</sup> Swift for Dummies. Page 9. Sur [www.swift.com](http://www.swift.com) . 2010. 68 pages. Nous recommandons la lecture de cette brève et très pédagogique présentation de la messagerie financière dominante, c'est-à-dire celle utilisée par la majorité des flux.

<sup>508</sup> R.Merton Design of financial systems. Page 16. Déjà cité.

<sup>509</sup> Voir le débat en cours entre usage des fractales et intégristes du monde gaussien malheureusement suspendu par le décès de Benoit Mandelbrot en Octobre 2010.

Par exemple [www.video.ft.com/v/63078298001/why-efficient-markets-collapse-Mandelbrot](http://www.video.ft.com/v/63078298001/why-efficient-markets-collapse-Mandelbrot) Sept 2009.

Une dernière remarque. La vision globale, holiste, a apparemment gagné dans le monde de l'industrie (peut-être temporairement). Peu d'analystes se bornent désormais à une approche spécifique quand ils parlent au monde industriel financier. Nous sommes certains qu'Edward Banfield serait ravi de voir que des facteurs non techniques dans le cadre d'un « world economic forum » sont désormais au cœur des réflexions des responsables politiques et économiques de la planète. Le document annuel du World Economic Forum (Davos) sur les risques globaux donne une image de synthèse assez claire, bien que touffue, de la manière dont l'industrie voit désormais la gestion de son changement : l'identification et la compréhension des interactions majeures.

C'est la vision du monde qui aujourd'hui domine les débats que l'on peut qualifier d'empiriques, même si la recherche académique y est fortement représentée. A Davos sont présents plus de cinquante universitaires chaque année qui représentent en particulier :

- CEIBS China Europe International Business School
- Columbia University
- Insead
- London Business School
- Wharton University of Pennsylvania.

Par le simple schéma ci-dessous les acteurs de la gouvernance et du changement global valident un vieux débat : oui l'économie est bien « embedded », encadrée, dans le social et sa myriade d'institutions. Agir sans ce constat est peut être se condamner à l'impuissance.

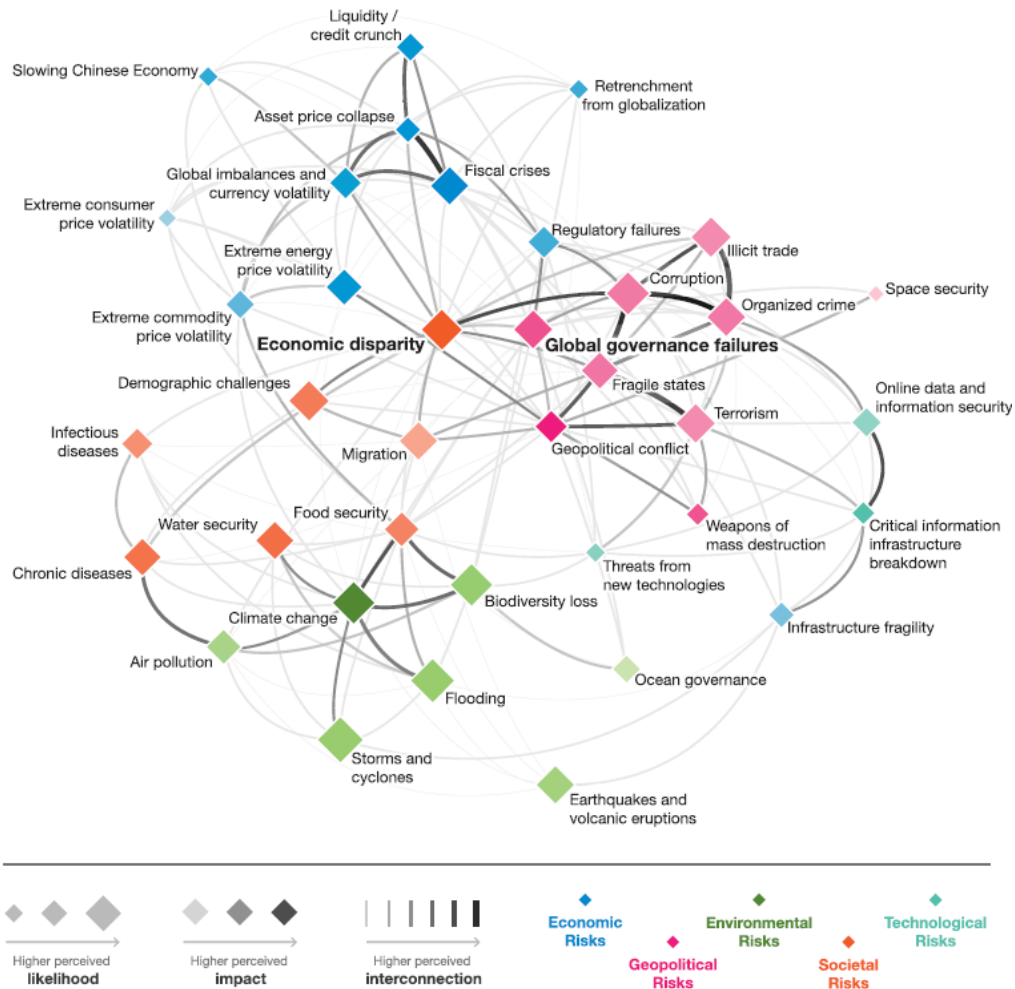


Figure 17 Davos et la vision des interactions majeures. Source WEF 2011

Source : World Economic Forum. Global risks 2011. Sixième édition. 60 Pages.  
Cartographie des interconnexions de risques.

Il est vrai que l'approche verticale et spécialisée sur une fonction (exécution) du marché a trop longtemps pollué la vision des marchés financiers au cours des dernières décennies. Il faut, comme le soulignait Benoit Mandelbrot<sup>510</sup>, « se mettre au travail » (sic) et découvrir et analyser les interactions entre acteurs et entre les acteurs et leurs outils. Nous savons en fait très peu de choses de la réalité opérationnelle du marché financier.

Aussi il nous faut espérer que le constat suivant, simple illustration de notre hypothèse, sera bientôt erroné, On a bien du mal à admettre son contenu tant en apparence « les marchés » sont académiquement explorés. L'industrie, elle, sait bien qu'il n'en est rien.

<sup>510</sup> Interview donnée au Financial Times le 9 septembre 2010

« For a variety of reasons<sup>511</sup> research on market microstructure has focused exclusively on equities. *Virtually no academic literature exists on bond market microstructure*<sup>512</sup> ». Le détail, la partie, l'exécution action, est devenu le tout.

Nous ajouterions à cette citation, « bien peu de choses aussi sur la production et la circulation matérielle de cinquante mille milliards de dollars de fonds d'investissement ». C'est sans doute dommage pour une des industries les plus performantes et profitables de l'Union Européenne<sup>513</sup>.

Le régulateur en abandonnant le focus sur les prix, produit par ses à priori culturels, et en adoptant la vision du pay-out des institutions nous montre sans doute la voie dans l'exemple de la Directive Marchés Financiers : « obtenir le meilleur résultat possible » et non plus le meilleurs prix possible. Un changement de vision notable résumé par l'article du Code Monétaire et Financier L-533-18 (voir note <sup>514</sup>)

« In Europe, a retail equity fund shareholder pays about 175 basis points in average total annual expenses (reflected by the TER: total expense ratio) and a retail bond fund shareholder pays about 117 basis points annually. TER allocations: fund managers retain 42% of TER. Through retrocessions, distributors are paid 41% of the total expense ratio. The balance of 17% is used for operating services such as custody, administration, transfer agency, etc.<sup>515</sup>»

C'est bien de cet "etc." dont il est question : il définit parfaitement le statut actuel de la production (operating services) financière. Une terra incognita sans attrait. Il est sans doute temps d'aller voir ce qu'elle cache, et en particulier comment elle conditionne la formation des prix, ou comme le dit la Commission Européenne : le résultat. C'est bien le réel très concret qui par exemple a amené Coase à ses découvertes « if a workman moves from department Y to department X he does not go because of a change in relative prices, but because he is ordered to do so <sup>516</sup>».

---

<sup>511</sup> « a variety of reasons » : un sujet de recherche méthodologique des plus passionnants. Pour quelle raison seul le carnet d'ordre des marchés actions est-il sujet de tant d'attentions alors qu'il ne représente financièrement que peu de choses.

<sup>512</sup> JP Casey et K.Lannoo. Europe's hidden capital markets. p 116. Centre for European policy studies. 141 pages. 2005. Les auteurs de cette étude, descriptive et claire, veulent souligner les erreurs faites en imaginant que le marché financier fonctionne à l'image des marchés officiels actions. Ce qui est non seulement une terrible simplification mais peut mener le régulateur à de mauvaises décisions. Nb : ce texte est déjà ancien et depuis quelques articles sont parus sur le sujet.

<sup>513</sup> « ...Luxembourg is the world largest global distribution centre for investment funds, 75% of the world's cross border funds... » ALFI. Luxembourg : the domicile of choice for financial services page 23. Octobre 2010. 28 pages.

<sup>514</sup> Que l'on songe aux difficultés de la Directive MIFID I (MIF) pour arriver à accepter puis définir que la « best execution » n'était pas le prix obtenu au moment de l'exécution, mais un ensemble de frais et de processus beaucoup plus riches et complexes (jeux d'institutions). Aussi **le régulateur européen ne parle plus de Prix, mais de Résultats pour le client** (voir Code Monétaire et Financier, article L-533-18 et suivants). Le mot est signifiant et correspond bien à cet abandon tendanciel du monopole intellectuel de l'exécution, abandon que nous proposons.

<sup>515</sup> EFAMA. Fund fees in Europe. Octobre 2011. 19 pages. Sur [www.efama.org](http://www.efama.org)

<sup>516</sup> Coase, The nature of the firm page 3

Car il se peut, paraphrasant un acquis incontournable de l'anthropologie, qu'il y ait autant dans les techniques de l'échange que dans les choses échangées.

**ΩΩΩ**

## ***Ouvrages, articles cités et autres sources documentaires***

1. AKERLOF, G., (1970). The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. QJE vol 84 n°3 Août 1970 page 488-500
2. AKERLOF, G. et KRANTON, R., (2010), Identity economics. Princeton University Press. 185 pages
3. AKERLOF, G. et SCHILLER, R., (2009), Les esprits animaux Pearson Education France Paris. 293 pages
4. ALFI (Association Luxembourgeoise des fonds d'investissement), (2010) Supporting global distribution. A unique evolution. Oct 2010. 108 pages.
5. ARENDT and MEDERNACH, (2011). Islamic finance. Principles. Janvier 2011. 25 pages. Sur le site [www.arendt.com](http://www.arendt.com)
6. Assemblée Nationale. République Française. Rapport d'information 2311 sur le blanchiment. 22 janvier 2002 Volume 5. Le Grand-Duché du Luxembourg.
7. Bank of Australia, G20, Australian Government, (2006) Demography and Financial Markets. 413 pages. October 2006. [www.rba.gov.au](http://www.rba.gov.au)
8. Bank of New York-Mellon Introduction to the Luxembourg Funds business. Oct 2010. 54 pages.
9. BACHELARD, G., (1967), La formation de l'esprit scientifique, sur [www.classiques.uqac.ca](http://www.classiques.uqac.ca) , 257 pages Paris J.Vrin
10. BANFIELD, E. (1958), The moral basis of backward societies. University of Chicago. Free Press. 204 pages.
11. BENVENISTE, E., (1969), Vocabulaire des institutions indo-européennes. Minuit. 2 volumes 376 et 340 pages.
12. BEUGELSDIJK, S. et FRIJNS, B., (2008), A cultural explanation of the foreign bias international asset allocation. 31 pages Pdf sur <http://ssrn.com/abstract=1215782>
13. Bible de Jérusalem Desclée De Brower (1975), Paris. 2172 pages
14. BIS Market structure and systemic risk of ETF, (2011), Working paper. April 2011. 17 pages [www.bis.org](http://www.bis.org)
15. BOURDIEU, P., (1979), La distinction. Critique sociale du jugement. Editions de Minuit. 670 pages.
16. BOURDIEU, P., (2000), The social structures of the economy. Polity Press. 263 pages.
17. BOURDIEU, P., et PASSERON, J.C., (1985), Les héritiers. Editions de Minuit. 192 pages.
18. BOUTILLIER, M., LEVY, N., OHEIX, V., (2007), Financial intermediation in developed countries: heterogeneity, lengthening and risk transfer. Economix working papers. 2007-22 36 pages.
19. BOUVIER, J., (1960), Le krach de l'Union Générale (1878-1885), PUF. 308 pages.
20. BRAUDEL, F., (1979), Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XVème-XVIIIème siècle. T1-T2-T3, Edition A.Colin. 600, 544, 607 pages



21. BRAUDEL, F., (1993), Grammaire des civilisations. Flammarion. 752 pages.
22. BRAUDEL, F., (1990), La Méditerranée et le monde méditerranéen à l'époque de Philippe II. T1-T2-T3. A.Colin. 533, 800, 662 pages
23. BRAUDEL, F., (1990), L'identité de la France. Flammarion. 1181 pages.
24. BREUER, W., et QUITEN, B., (2009), Cultural finance. Université d'Aix la Chapelle. 35 pages. <http://ssrn.com/abstract=1282068>
25. CALLON, M., ABOLAFIA, M., et al, (1998), The laws of the markets. Blackwell. 364 pages.
26. CAMERER, C., (2005), Behavioral economics. World congress of the econometric society. 51 pages.
27. CHABERT, D., et REYNAUD, G., (2004), L'infrastructure financière européenne. Revue Banque Edition. 304 pages.
28. CHAPPELLE, K., (2009), Economie industrielle. Vuivert. 270 pages.
29. CITI Hedge fund trends for 2010 and beyond. A research paper. August 2010. 15 pages.
30. COASE, R., (1937), *Economica*. The nature of the firm. Vol IV issue 16
31. CUCHE, D., (2010), La notion de culture dans les sciences sociales. La découverte. 157 pages.
32. DE ROOVER, R., (1953), L'évolution de la lettre de change XIVème-XVIIIème siècles. A Colin. 240 pages
33. DI MAGGIO, P., et POWEL, W. (1983), The iron cage revisited : institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review* vol 48, pages 147-160. [www.jstor.org/discover/10.2307](http://www.jstor.org/discover/10.2307)
34. ECB The Securities Custody Industry, (2007), N° 68 August 2007. 61 pages.
35. EGMI (expert group on market infrastructures, EU commission internal market). Octobre 2011. 45 pages.
36. D'IRIBARNE, P., (1989), La logique de l'honneur. Seuil. 286 pages.
37. ENGELS, F., (1977), *Anti-Dühring*. Editions sociales. 501 pages.
38. EU Commission. Proposal for a regulation improving securities settlement in EU and in CSD. SWD (2012) 22. Mars 2012. 104 pages.
39. FREUD, S., (2004), Le malaise dans la culture. PUF. 94 pages.
40. GROOME, T., et al. Population ageing, the structure of financial markets and policy implications. IMF. Finance and development Sept 2006. Volume 43. Page 340-365
41. HALL, E., (1986), A dimensão oculta (the hidden dimension). *Antropos*. 1986. 232 pages.
42. HALL, E., et REED HALL, M., (1990), Understanding cultural differences. Intercultural Press. 196 pages.
43. HARDIE, I., et MACKENZIE, D., (2006), Assembling an economic actor : the *agencement* of a hedge fund. Institute of Commonwealth studies. University of Edinburgh. 49 pages.
44. HOFSTEDE, G., et HOFSTEDE, G-J., (2005), Cultures and organizations. Mc Graw Hill. 436 pages.
45. HUNTINGTON, S., (2000), Le choc des civilisations. Odile Jacob. 547 pages.

46. ICC (2012) Global Survey on trade finance. Rethinking trade and finance. 52 pages sur [www.iccwbo.org](http://www.iccwbo.org)
47. IIF (2012) “Shadow banking”: forward-looking framework for effective policy. Juin 2012. 86 pages. Pdf sur [www.iif.com](http://www.iif.com)
48. KAHNEMAN, D., et TVERSKY, A., (2000), Choices, values and frames. Cambridge University Press. 840 pages.
49. KEIZER, P., (2010), Psychology for economists Universiteit Utrecht. 43 pages. [www.uu.nl/rbo/economie/discussionpapers](http://www.uu.nl/rbo/economie/discussionpapers)
50. KEYNES, J.M., (1936), Théorie générale. Payot. 1972. 387 pages.
51. KUHN, T., (2008), La structure des revolutions scientifiques. Flammarion. 285 pages.
52. LANGOT, J., (1995), Comptabilité anglo-saxonne. Economica. 349 pages.
53. LA PORTA R. et al., (1997), Legal determinants of external finance. Journal of Finance 52 July 1997. Pages 1131-1150.
54. LEVI-STRAUSS, C., (2009), Tristes tropiques. Plon-Terres humaines. 504 pages.
55. LEVI-STRAUSS, C., (2009), Race et histoire. Folio. 127 pages.
56. Lipper-Thomson-Reuters, (2010), Symbiosis in the evolution of UCITS. 1988-2018. April 2010. 54 pages.
57. LOWENSTEIN, R., (2001), When genius failed. Random House. 264 pages.
58. MANDELROT, B., (2009), Fractales, hasard et finance. Flammarion Champs Sciences. 246 pages.
59. MANDELROT, B., (2006), Les objets fractales. Flammarion. 212 pages.
60. MANKIW, G., (2006), The macroeconomist as scientist and engineer. May 2006 Harvard University. 27 pages. [www.cep.ccer.edu.cn](http://www.cep.ccer.edu.cn)
61. MARX, K., (Œuvres économie T1 et T2 (dont Le Capital). Gallimard. 1994 et 2007. 1821 et 1970 pages.
62. MAUSS, M., (1923), Essai sur le don, 106 pages. [www.classiques.uqac.ca](http://www.classiques.uqac.ca)
63. MAUSS, M., (2004), Manuel d’ethnographie. Payot. 363 pages.
64. MAUSS M., (1934), Les techniques du corps, 23 pages. [www.classiques.uqac.ca](http://www.classiques.uqac.ca)
65. MENARD, C., (2003), L’approche néo-institutionnelle : des concepts, une méthode, des résultats. Cahiers d’économie politique 2003/1 n°44 page 103-118. [www.cairn.info/revue-cahiers-d-economie-politique-2003-1-page-103.htm](http://www.cairn.info/revue-cahiers-d-economie-politique-2003-1-page-103.htm)
66. MERTON, R., et BODIE, Z., (2005), Design of financial systems: towards a synthesis of function and structure. JOIM ([www.joim.com](http://www.joim.com), journal of investment management). 2005 Q1. 23 pages.
67. MILL, J.S., (2009), Principles of political Economy. 1049 pages. Gutenberg e-book.
68. MINTZBERG, H., (1992), Structure in fives: designing effective organisations. Prentice Hall 312 pages.
69. NORTH, D., (1994), Institutional change: a framework of analysis. 23 pages. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
70. NORTH, D., (1993), Shared mental models: ideologies and institutions. Washington University. 24 pages.

71. NORTH, D., (2005), Understanding the process of economic changes. Princeton University press, 187 pages.
72. PAGE, M., (2006), The first global village: how Portugal changed the world. 277 pages. Noticias.
73. Peace Corps. Culture matters. Cross cultural workbook. 1997. 258 pages.  
[www.peacecorps.gov](http://www.peacecorps.gov)
74. POINCARRE, H., (1902), La science et l'hypothèse 233 pages. ebooksgratuit.com
75. POLANYI, K., (1983), La grande transformation. Gallimard. 420 pages.
76. POPPER, K., (1982), La logique de la découverte scientifique. Payot. 480 pages.
77. REINHART, C., et ROGOFF, K., (2008), This time is different: a panoramic view of height centuries of financial crisis. April 2008. NBER. 124 pages.
78. RENAN, E., (1997) Qu'est-ce qu'une nation? Mille et une nuits. 48 pages.
79. REUTER, C.H., (2011), Thèse de gestion Paris Ouest. Juin 2011. Culture, finance et institutions nationales. 338 pages.
80. REUTER, C.H., (2009), A survey of culture and finance. May 2009. 56 pages sur [www.efmaefm.org](http://www.efmaefm.org) European Financial Management Association
81. RICARDO, D., (1971), Principes d'économie politique. Flammarion. 379 pages.
82. ROCHET, J.C., et CHERBONNIER, F., (2010), Vertical Integration and Regulation in the Securities Settlement Industry. May 2010. Toulouse school of economics/IDEI. 19 pages.
83. RUGMAN, A., et al., (2009), The Oxford handbook of international business ; second edition. 857 pages.
84. SERVET, J.M., (2012), Les monnaies du lien. PUL. 459 pages.
85. SHILLER, R., (2000), Exubérance irrationnelle. Valor editions, 302 pages.
86. SIMMEL, G., (2009), Philosophie de l'argent, PUF. 662 pages.
87. SIMON, H., (1983), Administration et processus de décision. Economica. 322 pages.
88. SCHMOLLER (von) G., (1902), Politique sociale et économie politique [www.ucaq.ca/classiques](http://www.ucaq.ca/classiques) 327 pages
89. SCHNEIDER, S., et BARSOUX. J.L., (2003), Managing across cultures (*contenus différents de Warner*). Financial Times-Pearson education, 330 pages.
90. STRUMEYER, G., (2005), Investing in fixed income securities. Understanding the bond market. Wiley. 514 pages.
91. SWIFT. Common challenges, unique solutions. 2010. 42 pages.
92. SWIFT. Swift for dummies. Sur [www.swift.com](http://www.swift.com). 2010. 68 pages/pdf.
93. TALEB, N., (2010), Le cygne noir. Les belles lettres, 496 pages.
94. TARDE, G., (1902), Psychologie économique, 258 pages.  
[www.classiques.ucaq.ca](http://www.classiques.ucaq.ca)
95. THALER, R., et BARBERIS, N., (2003), A survey of behavioral finance. University of Chicago. Handbook of the economics of finance. Elsevier science BV. Pages 1052-1121
96. THEVENET, M., (2011), La culture d'entreprise. PUF 127 pages.
97. TOCQUEVILLE (de), A., (2010) De la démocratie en Amérique. Flammarion. 302 pages.

98. TROMPENAARS, F., (2008), Séminaire de management interculturel. FT.com/video. L'entreprise multiculturelle. 3ème édition 2008. Maxima.
99. VEBLEN, T., (1898), Why is economics not an evolutionary science. QJE. Vol 12 n°2 juillet 1898. 14 pages  
<http://etext.lib.virginia.edu/modeng/modengV.browse.html>.
100. WARNER, M., et JOYNT, P., (2006), Managing across cultures. Thomson Learning, 284 pages.
101. WILLIAMSON, O., (2008), The new institutional economics. Taking stock, looking ahead. Journal of economic literature. Vol XXXVIII pages 595-613
102. World Bank. Intercultural Communication. 6 pages. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
103. ZOLA, E., (1980), L'argent, Folio. 538 pages.

***Documents bancaires internes utilisés en support de recherche et posant la question de la localisation et des pratiques nationales.***

- Offshore funds administration (BNY Mellon 2010)
- Délocalisation de l'activité de Global Custody (BNY Mellon 2005)
- Délocalisation de l'activité de Custody et d'administration de fonds (BP2S).2007-2008
- The Luxembourg funds business (BNY Mellon). 2010.
- Création d'un réseau de sous-conservation en Europe continentale. (CDC).1997-2001
- Création d'un hedge fund de droit irlandais à Londres pour CDC-Marchés-Paris.2001

## **Sites webs consultés**

1. AGC Association of Global Custodians [www.theagc.com](http://www.theagc.com)
2. AIMR/CFA + GIPS Association of Investment Management and Research [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)
3. AIMA Alternative investment management association <http://www.aima.org>
4. ANNA Association of national numbering agencies [www.anna-web.com](http://www.anna-web.com)
5. BIS Bank for International settlement [www.bis.org](http://www.bis.org)
6. ISSA International securities services association. [www.issanet.org](http://www.issanet.org) (voir le ISSA hand book )
7. CCLUX >>> FINESTI. Centrale luxembourgeoise d'information sur les fonds d'investissement. [www.finesti.org](http://www.finesti.org)
8. CPSS et IOSCO Committee on Payment and settlement systems [www.bis.org/cpss](http://www.bis.org/cpss)
9. ECB European Central Bank [www.ecb.eu](http://www.ecb.eu)
10. DTCC [www.DTCC.com/history](http://www.DTCC.com/history)
11. CRMPG Counterparty risk management policy group [www.crmpolicygroup.org](http://www.crmpolicygroup.org)
- 12. Economie institutionnelle** [www.isnie.org](http://www.isnie.org)
13. Eurofi EU Think tank dedicated to financial services [www.eurofi.net](http://www.eurofi.net)
14. EU internal market [http://ec.europa.eu/internal\\_market/index.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/index.htm)
15. Giovannini group Rapport 1 et 2 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/index.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/index.htm)
16. EFR European Financial Services Round table <http://www.efr.be/>
17. ESF and ESF (securities and securitization forums) [www.esf.com](http://www.esf.com)
18. ECSDA Euro Central Securities Depositories Association [www.ecsda.eu](http://www.ecsda.eu)
19. EACH European Association of CCP Clearing Houses. [www.each.eu](http://www.each.eu) et [www.eacha.org](http://www.eacha.org)
20. EFAMA European Funds and Asset Management association [www.efama.org](http://www.efama.org)
21. ESMA European Securities and Markets Authority [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)
22. Euroclear Group [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com) and Clearstream [www.clearstream.com](http://www.clearstream.com)
23. (FIBV)-W.F.E World federation of exchanges [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)
24. FISD , SIIA, FDVA : Financial Data Vendor Association [www.fdma.asso.fr](http://www.fdma.asso.fr)
25. G20 documents [www.g20.org](http://www.g20.org)
26. GSCS Global Securities Consulting Services [www.gscs.info](http://www.gscs.info)
27. Global Custodian [www.globalcustodian.com](http://www.globalcustodian.com)
28. Hofstede Geert. [www.geert-hofstede.com](http://www.geert-hofstede.com) et [www.geerthofstede.nl](http://www.geerthofstede.nl) *Voir en particulier la présentation graphique de l'enquête conduisant à l'approche des dimensions de Hofstede.*
29. ICC International Chamber of Commerce, The world business organisation [www.iccwbo.org](http://www.iccwbo.org)
30. ICGN and ECGN International Corporate Governance Network. European CGN. [www.icgn.org](http://www.icgn.org) et [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org)

31. ICTLG International Custodian Tax Liaison Group. (voir [www.theagc.com](http://www.theagc.com) )
32. IFRS [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)
33. IIF Institute of International Finance. [www.iif.com](http://www.iif.com)
34. IPA >> ICMSA International Capital Market Services Association  
[www.icmsa.org](http://www.icmsa.org)
35. IPE Investment Pensions Europe [www.ipe.com](http://www.ipe.com)
36. IMF and FSB financial stability forum (successor FSF) [www.imf.org](http://www.imf.org)
37. IOMA International Option Market Association [www.world-exchanges.org/ioma.org](http://www.world-exchanges.org/ioma.org)
38. ISITC-IOA International Securities Association for Institutional Trade  
Communication [www.isistc.org](http://www.isistc.org)
39. Islamic Finance [www.islamic-finance.com](http://www.islamic-finance.com)
40. ISMA, ISDA, ISLA, IPMA, ICMA international capital markets association  
[www.capmktstserv.com](http://www.capmktstserv.com) [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)
41. ISMAG International Securities Market Advisory Group [www.ismag.org](http://www.ismag.org)
42. ISO International organization for standardization [www.iso.org](http://www.iso.org)
43. ISO 20022 [www.iso20022.org](http://www.iso20022.org) et [www.iso15022.org](http://www.iso15022.org)
44. IOPS <http://www.iopsweb.org/> and ISSA-Social <http://www.issa.int>
45. Mintzberg Henri [www.provenmodels.com/17/](http://www.provenmodels.com/17/)
46. Markit [www.markit.com](http://www.markit.com) FIS
47. MTS Mercato dei titoli de stato <http://www.mtsgroup.org/>
48. OECD [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
49. Pfandbriefe Marché allemand des covered bonds <http://www.pfandbrief.de>
50. SIA sec industry association and US <http://www.sifma.org/>
51. SIFMA Securities Industry and Fiancial Markets Association  
<http://europe.sifma.org>
52. SWIFT market practices group [www.swift.com](http://www.swift.com) [www.smpg.info](http://www.smpg.info)
53. SWIFT and <http://www.iso15022.org/>
54. TBMA The Bond Market Association [www.afme.eu](http://www.afme.eu)
55. Towers Watson [www.towerswatson.com](http://www.towerswatson.com)
56. World Bank <http://www.worldbank.org/>
57. WEF World Economic Forum [www.weforum.org](http://www.weforum.org) (cf : global risk survey)
58. World Federation of Exchanges [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)
59. World Trade Organization [www.wto.org](http://www.wto.org)
60. consultants-adviser for financial markets and fund business  
[www.towerswatson.com](http://www.towerswatson.com) ( <http://www.watsonwyatt.com> )

Il est à noter que le Financial Times, version électronique ([www.ft.com](http://www.ft.com) ) dans le répertoire « Markets » et les sous-répertoires,

- « Clearing and settlement »
- « Trading technology »
- « Markets regulation »

publie un nombre important d'articles qui assure le suivi rigoureux de toutes les publications, réglementations et événements se rapportant aux composants et fonctionnement du marché financier au sens où nous l'entendons (horizontal). Nb : le FT demeure, et de très loin en quantité, le principal support mondial d'information quotidienne des marchés financiers (plus de 1,6 million de lecteurs professionnels en 2011).

Je remercie Jacques Pateau, professeur à l'Université de Technologie de Compiègne, spécialiste du management et de l'analyse interculturels, ami de longue date, de m'avoir fait douter grâce à son « étrange alchimie » (titre de son premier ouvrage, 2ème édition 1998, CIRAC, 256 pages). Il m'a obligé à me poser tant de questions sur mes pratiques professionnelles et pédagogiques. Par exemple repenser les relations si fortes entre honneur, morale et profit. Ou encore des relations complexes entre nationaux « polychronic » et « monochronic »<sup>517</sup>, archétypales de la réalité franco-allemande. Et peut-être comprendre pourquoi, malgré tout, j'étais resté si « français ».

Voir [www.pateauconsultants.com](http://www.pateauconsultants.com)

Je veux aussi exprimer ma reconnaissance pour l'œuvre de Georges Duby et les éclairages qu'elle donne sur les mécanismes historiques du changement. En particulier l'inoubliable première partie de « Guerriers et paysans » dont le chapitre III (« Les attitudes mentales ») a su plus que toute autre approche (Banfield, Weber, Hofstede) me montrer les liens si étroits, et parfois si surprenants, entre modèles culturels, attitudes mentales et le monde de la marchandise : l'économie<sup>518</sup> ...« car toute découverte déconcerte plus ou moins les opinions reçues<sup>519</sup> ».

« Il faut encore s'informer sur les attitudes mentales. Leur incidence est en effet aussi déterminante que celle des facteurs de production ou des rapports de force entre les différentes strates de la société<sup>520</sup> ».



---

<sup>517</sup> Concepts et outils élaborés par Edward Hall, en particulier dans « La dimension cachée »

<sup>518</sup> Nous devons aussi citer celui qui passe pour un des fondateurs de l'histoire culturelle: Johan Huizinga et en particulier son « automne du moyen âge ». [www.classiques.uqac.ca](http://www.classiques.uqac.ca) version 1975 préface de J.Le Goff.

<sup>519</sup> Durkheim Les règles. Préface à la première édition [www.classiques.uqac.ca](http://www.classiques.uqac.ca)

<sup>520</sup> G.Duby. Féodalité. Page 51. Gallimard. Quarto. 1568 pages. 2006.



## **Annexe 1.**

### **Quelques rôles et acteurs du marché financier qui constituent le système de production d'actifs.**

« La dette de l'état déjà immense à mon avènement au trône s'est encore accrue sous mon règne » Louis XVI le 5 mai 1789 devant les Etats Généraux.

Notre hypothèse de départ repose, rappelons-le, sur le fait que nous pensons que les marchés financiers sont un arrangement socio-technique complexe et instable<sup>521</sup> que nous appelons FAPS<sup>522</sup>. C'est un système de production, et non un assemblage de frictions, dont on peut analyser les composants, les outils, les techniques et les processus, tous pérennes et reproductibles donc industriels. Cet arrangement existe *principalement* pour faire se rencontrer une capacité et un besoin de financement (logique du marché primaire, qui est la seule porteuse d'activité réelle de financement). Et non pas pour faire circuler et transférer la propriété d'actifs existants entre investisseurs (logique du marché secondaire, qui n'est qu'un marché dérivé du premier: on constate souvent un primaire sans secondaire mais jamais bien sûr, par construction, de secondaire sans primaire).

En d'autres termes que le marché financier est plus un créateur de liens qu'un créateur de prix. Observation apparemment peu partagée. Ce lien au cours des dernières décennies a eu pour but majeur de capturer l'épargne de centaines de millions d'actifs (fonds de pension) et pays producteurs de matières premières (fonds souverains) pour la mettre à disposition des agents à besoin de financement, principalement les états, les régions et organisations publiques. Le marché s'est donc profondément structuré depuis trente ans sur une offre de capitaux pléthorique et une demande principalement orientée vers la puissance publique, et donc vers toutes les maturités de la courbe des taux.

Notre vision est que la volatilité du prix des actifs est fonction principalement de la qualité globale de ce système de production et non pas du sous-système d'exécution (qui pourtant monopolise l'essentiel de la recherche académique et attention du régulateur). En d'autres termes, il semblerait qu'un système opaque et instable produira des prix plus défavorables pour les agents à besoin et capacité (augmentation du coût de production de la confiance. Ce que beaucoup d'auteurs négligent (ex : microstructure de marché) ou oublient (exemple déjà donné de « fractales, hasard et finance » de B.Mendelbrot où la finance est l'analyse de la volatilité des prix des actifs et pas des interactions entre acteurs fournisseurs de confiance).

La revue des rôles schématisée dans le graphique suivant, constituant les systèmes de production d'actifs financiers, a été finalisée pour ce travail. Les sites web ainsi que les

---

<sup>521</sup> Le mot est de M.Callon.

<sup>522</sup> FAPS: financial asset production system



principales revues et publications associées à ces organisations ont été explorés et lus. Des contacts avec au moins un membre de chaque organisation ont été établis (sauf pour les agences de rating que nous n'avons jamais rencontrées).

Il s'agit en parcourant le chemin tracé par l'agencement et l'interaction de ces nombreux acteurs de voir comment se crée et se développe le premier et le plus déterminant pour le marché des financiers des « esprits animaux » : la confiance<sup>523</sup>. Le moment est sans doute historiquement bien choisi pour avancer l'idée que le FAPS et ses mutations ne sont rien d'autres qu'un système de gestion et d'amélioration de la confiance : « nous pensons que le lien entre modification de la confiance et modification du revenu (*i.e de la production ajout PL*) est crucial quand les économies sont en difficulté »<sup>524</sup>.

Nous avons conscience que cette approche totalement empirique de « recherche de faits », si chère à D.North, n'est pas sans risque. Le meilleur exemple peut être trouvé dans le rôle des marchés officiels, des trading venues. A l'« évidence » le rôle du marché officiel (NYSE-EN, LSE ...) est de permettre et réaliser des exécutions matérialisant une volonté de transfert de propriété. C'est ce que l'on peut « voir » et constater. Et pourtant sur le plus grand marché officiel européen en nombre de titres cotés, presque aucune négociation n'a lieu. Comment expliquer cette anomalie ? Dans le cas du Luxembourg, car il s'agit de ce marché, l'admission d'un titre à la cote ne sert, comme en partie sur les autres places, qu'à fournir aux investisseurs une garantie, une certaine confiance, que l'admission à une cote officielle permet. Surtout si ce marché est situé dans l'Union Européenne à qui un certain crédit de sérieux est octroyé par les investisseurs globaux. Ce que l'on pense être un lieu de négociation est donc en fait un lieu de rating, de production de confiance, qui indique aux investisseurs qu'ils peuvent donner du crédit à une émission. Beaucoup de portefeuilles institutionnels ne peuvent d'ailleurs pas investir, ou avec des limites drastiques, dans des lignes d'actions non-cotées sur un marché officiel. L'admission à la cote officielle n'est donc pas qu'une aide à la négociation mais un mécanisme universellement utilisé comme pourvoyeur de crédit (de confiance). Le marché officiel vérifiant l'éligibilité des émissions dans son carnet d'ordres sur une base identique à celle des agences de rating (dans le principe, pas dans la forme bien sûr).

Répetons-le, nous avons conscience que nos observations peuvent être gravement biaisées. Mais en l'absence de travaux académiques sur ce sujet, nous n'avons pas d'autres moyens d'investir ce champ que par l'observation directe corroborée et triangulée par plusieurs expériences dans plusieurs pays. Et bien sûr la lecture des articles de la presse professionnelle des marchés.

La vision horizontale du schéma ci-dessous n'est pas partagée par ceux qui confondent marché financier et exécution d'un ordre (transfert de propriété). La majorité des auteurs

---

<sup>523</sup> Voir la synthèse d'Akerlof et Shiller sur ce point dans le premier chapitre de « Les esprits animaux » Pearson 2010, 293 pages.

<sup>524</sup> Id page 27

reste fidèle à la vision verticale, même ceux qui ont eu le courage académique de s'intéresser à l'avant et l'après marché<sup>525</sup>.

Le FAPS. Financial Assets Production System : arrangement de rôles et d'acteurs.

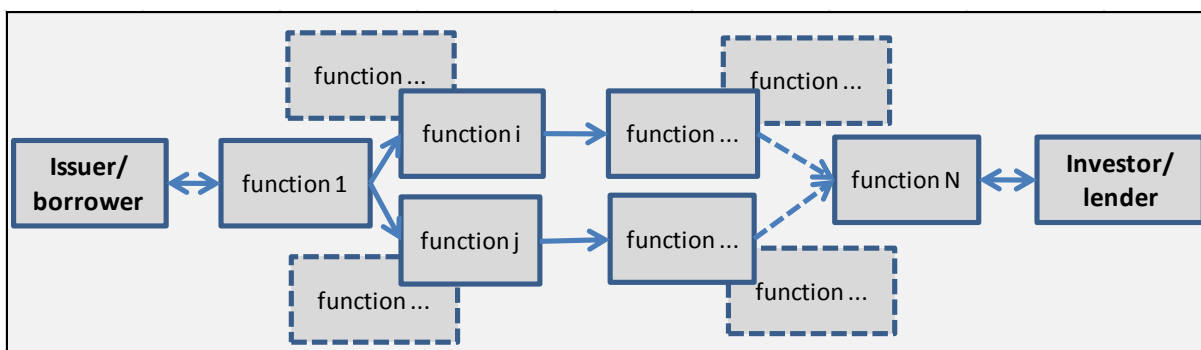


Figure 18 Le système de production d'actif financier. Comment un actif pointe-t-il sur un passif. Source PL

Il s'agit bien d'un arrangement socio-technique qui va produire la relation entre bilans et donc l'actif financier. La distance entre émetteurs et investisseurs est composée du réseau d'acteur qui les met en relation : plus cette distance est grande plus le système est développé (rappel : c'est ce que la BIS appelle l'élargissement de la chaîne d'intermédiation)

Ce qui donne le schéma « matériel-concret » ci-dessous qui tente de visualiser les interactions entre les acteurs que nous avons pu identifier. Et uniquement ceux-ci : une autre revue de l'existant aurait sans doute enrichi le schéma.

En effet certains acteurs sont absents comme l'« alphabétisation financière » ou le transport physique de l'information<sup>526</sup>. Or, sans alphabétisation et sans transport d'informations il n'y a pas de marché financier.

Il y a deux niveaux dans cette représentation graphique d'un FAPS :

- le niveau au-dessus de la ligne, pour reprendre le vocabulaire de la balance des paiements, ou se regroupe les acteurs non-financiers (vendeurs d'informations, agence de certifications ...)
- le niveau au-dessous de la ligne où sont recensés les acteurs financiers (et leurs sous-traitants), c'est-à-dire ceux régulés comme tels.

<sup>525</sup> Voir par exemple le schéma dans Chabert et Reynaud page 192 où, comme de tradition académique, le marché est confondu avec l'exécution et la post-exécution. Les autres rôles ne sont jamais évoqués, mais au risque de nous répéter, peut-il y avoir un marché financier moderne sans, par exemple, des vendeurs d'informations ou des valorisateurs ?

<sup>526</sup> Transporter physiquement un effet ou électroniquement reste du transport. C'est-à-dire que les risque de vol, de détournement ou de non-réception sont à gérer.

L'ensemble de ces acteurs interagissent de manière le plus souvent élémentaire (par une relation client fournisseur). Rappelons que ce schéma est loin d'être exhaustif et que d'autres rôles n'y sont pas présents (trustee, calculation agent ...etc mais aussi des acteurs plus complexes comme le système éducatif et son impact sur l'alphabétisation financière)

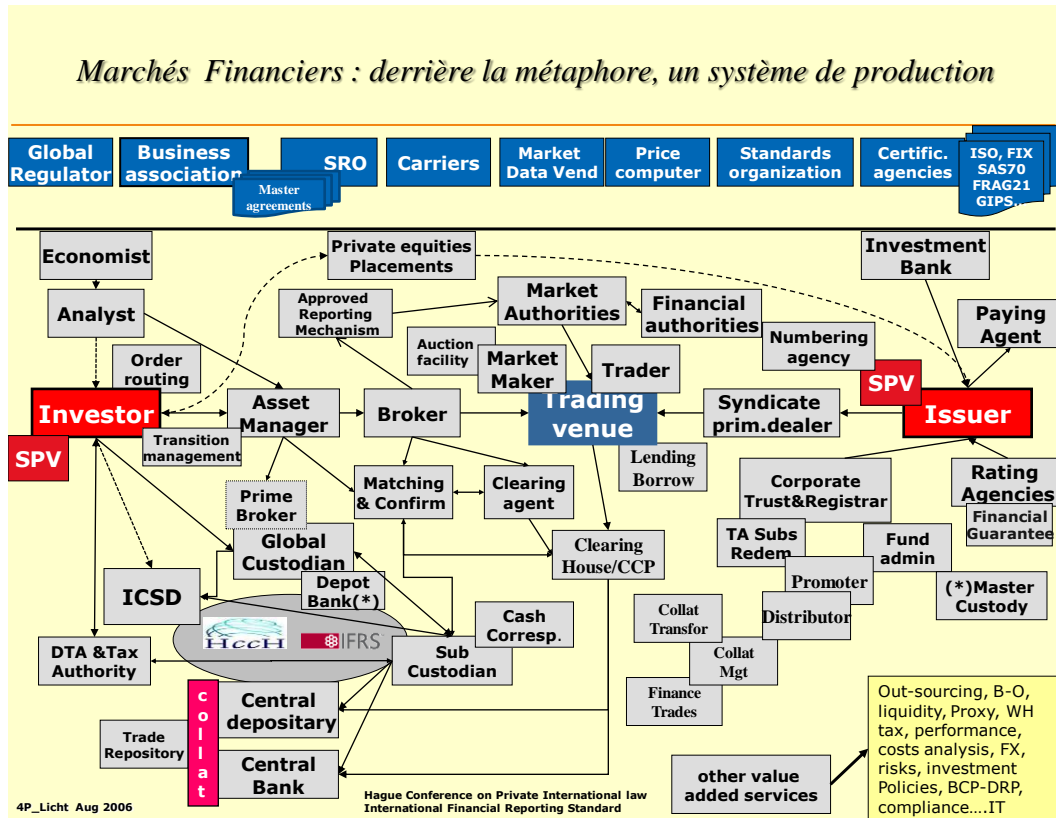


Figure 19 Comment être sûr que l'investisseur détient bien une écriture chez l'émetteur. Source PL.

Cette certitude, ou ce doute, est toute la question de la production financière.

*Tentons une très brève description de quelques-uns de ces rôles, et des changements principaux qui les affectent.*

Il s'agit de souligner que tous ces rôles interagissent entre eux et peuvent être regroupés sous un seul terme général : l'intermédiation émetteur-investisseur, ou système de production d'actifs financiers (FAPS). Ce système dont l'output est de produire un seul bien : la confiance, le crédit.

**Agent payeur (paying agent).** Services offerts par un établissement financier aux émetteurs de titres pour assurer les services de paiement de leurs émissions (dividendes, intérêts, remboursements). Regroupés au sein de l'IPAA (international paying agent association) qui a rejoint l'ICMSA (international capital markets services association) en 2008. Ce rôle apparemment simple est une illustration de la gestion du risque global de crédit overnight : quand doit-on payer une clientèle répartie sur 24 fuseaux horaires ? Dans le monde

du Securities Services (ensemble de services sans équivalent de traduction française) l'agent payeur rend un service aux émetteurs dit « service financier » qui complète les services « titres » (gestion du registre nominatif) et d'organisation des Assemblées Générales.

**Analystes.** Ils produisent des documents de recherche sur les émetteurs et leurs émissions. Ces techniciens émettent trois recommandations de base plus ou moins pondérées : acheter, conserver, vendre. C'est vers eux que se concentre l'effort de communication et de conviction des émetteurs. Les « analyst meetings » sont le lieu privilégié d'explication des résultats et des stratégies d'entreprises, mais aussi des emprunteurs publics. Leurs principaux clients sont les Asset Managers qui se nourrissent de leurs recommandations pour prendre leurs décisions de gestion de portefeuille. Par les recommandations qu'ils produisent, les analystes peuvent avoir des impacts analogues à ceux des agences de rating.

**Asset Managers.** Par contrat avec l'investisseur ou son représentant, avec qui ils définissent des objectifs de performances et de risques, ils assurent les décisions de gestion (acheter, vendre, conserver, prêter/emprunter des titres ou du cash, donner suite aux opérations sur titres avec option investisseur) sur la base d'une collecte et d'un traitement massif d'informations relatives aux titres réellement ou potentiellement détenus en portefeuille.

**Broker :** reçoit et exécute des ordres reçus de tiers en agissant comme agent (et non comme principal). Son activité n'est donc pas et ne se lit pas dans l'usage de son bilan.

**Carrier : (transporteur)** organisation chargée du transport physique des messages (télécommunication sécurisée). La société SWIFT, un des transporteurs les plus importants du monde financier, possède en réalité deux rôles : agence de standardisation par délégation de l'ISO et transporteur de messages portant sur toute l'étendue des messages financiers (plusieurs types de produits et tout le cycle de vie d'un investissement).

**CCP (central counterparty) :** mettre en place une organisation de contrepartie centrale (chambre de compensation) sur tous les types de marché (cash et dérivés, officiels ou OTC) fait désormais partie des objectifs principaux des régulateurs (Dodd-Frank et EMIR sur recommandations de la BIS<sup>527</sup>). Par le mécanisme juridique de la novation ou par la technique de l'« open offer » la gestion du risque de règlement-livraison lié au risque de marché ou de crédit serait grandement améliorée, la chambre se substituant à chaque contrepartie. Une meilleure résistance aux chocs systémiques est attendue par le régulateur

---

<sup>527</sup> Voir par exemple BIS Quarterly review Sept 2009 « Central counterparties for OTC derivatives » 58 pages

de cette évolution réglementaire. En réalité le rôle, la nature et surtout la gouvernance des CCP est encore (fin 2011) en plein débat.<sup>528</sup>

**Central Bank.** Assure généralement le dénouement final de la jambe cash, quand elle existe, d'une opération. Le débat sur le dénouement en monnaie centrale ou en monnaie commerciale (comme chez les ICSD) a animé les 25 dernières années de réflexion sur le post marché. Dans les architectures possibles des systèmes de dénouement, le montant des positions cash autorisées des affiliés aux systèmes est soit reconstitué par le système de dénouement soit directement consulté dans les livres de la Banque Centrale. Il est à noter que le Modèle I du CPSS-1992 ne suppose pas nécessairement le dénouement en monnaie centrale.

**Central Securities Depository** (dépositaire central). Créé au XIX siècle (1882) sous l'Empire Allemand (Kassenverein) cette organisation assure une fonction notariale de tenue du compte émission des titres émis (nature, montant et vie de l'émission) ainsi que le dénouement final des opérations (achats/vente, prêt/emprunt, opérations collectives et changement de teneur de compte). Dans le modèle le plus courant, le CSD n'est pas un établissement bancaire et la jambe cash éventuelle d'une opération se dénoue simultanément en monnaie centrale dans les livres de la Banque Centrale (dans le modèle I selon la classification du rapport BIS-CPSS de 1992). Les comptes émission et des affiliés (total compte émission = somme comptes affiliés par valeur) peuvent être tenus dans une technique d'immobilisation (survivance de titres physiques et circulation dématérialisée) ou de dématérialisation légale (droit du titre dans l'écriture comptable). Il est à noter que le CSD n'agit pas, ne peut agir, comme prêteur en dernier ressort de titres

**Certification agency :** confirme, généralement après un audit sur place, la conformité d'un processus, d'un acteur ou d'un produit par rapport à un référentiel externe à l'entreprise et commun à l'industrie ou à un de ses sous-ensembles. Le coût global des certificats dans une entreprise financière est en constante augmentation depuis 30 ans. Certains sont obligatoires pour l'exercice du métier comme la conformité aux exigences de l'IRS (US tax authorities) avec les certificats NRA et FATCA. D'autres en développement exponentiels se basent sur la finance éthique comme la finance responsable, verte ou islamique. Une grande banque d'investissement européenne peut posséder jusqu'à 20 certificats différents pour exercer son activité. A titre anecdotique l'AMF a rendu obligatoire en Juillet 2011 la certification personnelle des employés en situation d'appui à la clientèle sans même accorder d'équivalence aux diplômés en finance, car le référentiel utilisé est spécifique.

**CIB : Commercial and Investment Bank (BFI).** Cette organisation est le véritable maître d'œuvre et d'ouvrage des marchés. Elle s'assure de la mise en place des moyens nécessaires pour que les capacités et besoins de financement puissent concrètement se rencontrer, en particulier dans des processus cross-borders. « Arrangeurs » plus que

---

<sup>528</sup> Voir les nombreux articles du Financial Times sur ce sujet [www.ft.com](http://www.ft.com) dans « capital markets » et « clearing and settlement »

banquiers (i.e ceux dont l'instrument de production est le bilan), les sources de revenus (hors proprietary trading) sont donc plus d'origine commissions ou spreads que d'utilisation principale du bilan comme dans l'activité bancaire classique. Le rôle majeur, principal, des juristes dans les CIB est souvent occulté par la médiatisation excessive du rôle des traders et brokers.

***Collateral enhancer*** : organisation qui transforme du collatéral non-éligible dans un système consommateur de collatéral et/ou à appel de marge en collatéral éligible dans ce système. Il s'agit donc d'une opération de rehaussement de crédit de portefeuille mis en collatéral. Cette fonction devrait continuer à se développer avec l'amélioration permanente de la gestion du risque de crédit et de marché.

***Custodian*** (conservateur). Le teneur de compte titres, qui détient également très souvent aussi des positions cash de l'investisseur, assure toutes les fonctions de gestion administrative des portefeuilles. Il n'offre pas du « back office » contrairement à une croyance fortement ancrée mais un service financier très concurrentiel de tenue de compte. Totalement dominé par les opérateurs US fortement favorisés par la taille de leur marché domestique de fonds de pension (50% du marché mondial) et fonds d'investissement (4 acteurs représentent plus de 60% du marché mondial et le plus gros, BNY-Mellon, 25%. Situation unique dans presque toutes les formes d'industrie au monde). C'est dans son rôle de banquier fournisseur de liquidités (principalement overnight, titres et/ou cash) que le custodian agit comme intermédiaire bancaire et matérialise son activité au bilan (i.e les comptes titres des clients ne sont pas, ne doivent pas être, au bilan alors que les comptes cash y sont, rendant cette activité comptablement schizophrénique<sup>529</sup>).

***Data vendors ou Financial Informations Services (informations de marché)*** : élément incontournable de l'infrastructure de marché. Leur rôle est la diffusion à tous les acteurs (brokers, dealers, custodians, fund administrators...etc.) de toutes les informations permettant le traitement administratif, la valorisation ou l'estimation contextuelle d'un titre ou d'un contrat. Les grands vendeurs donnent donc des éléments de contexte macro-économique, des informations sur les groupes d'entreprises, les entités émettrices, les émissions, les événements, les prix (tous types), les ordres, les intentions. Le marché mondial est détenu aux deux tiers par seulement deux entités : Thomson-Reuters et Bloomberg.

***Depot Bank*** (banque dépositaire) : vérifie et assure le respect du mandat de gestion passé entre l'investisseur dans un fonds d'investissement et la société de gestion. C'est un élément clé de la confiance dans l'industrie des fonds. La banque dépositaire est généralement aussi le custodian du portefeuille des fonds mais elle peut sous traiter ce rôle tout en conservant l'entière responsabilité sur la qualité de la gestion administrative des actifs. L'affaire Madoff a révélé au grand public l'importance de ce type d'organisation pour garantir la confiance dans les processus d'investissement lié à la souscription de part

---

<sup>529</sup> Taille du bilan du plus grand d'entre eux (BNY-Mellon) : environ USD 250 milliards. Assets under custody de BNY-Mellon fin 2011: environ USD 25.000 milliards.

ou actions de fonds. L'Union en fera un point important de réglementation communautaire dans la Directive UCITS V prévue pour 2014/2015. La responsabilité importante du dépositaire peut mener à des besoins importants de capitalisation nécessaire par rapport au risque géré. Rappel : UCITS IV a été mise en œuvre en juillet 2010 (principalement : passeport EU de l'activité de gestion).

**Distributor** : organisation chargée de la distribution d'actifs financiers grâce à l'utilisation de son réseau propriétaire de distribution (par exemple un réseau d'agence bancaire). Ce rôle est au centre du débat actuel sur les techniques de distribution de fonds entre marché primaire (distributeur et transfer agent) et secondaire (par le marché officiel ou autres trading venues). Le modèle de distribution sur le marché secondaire semble nettement moins onéreux pour l'investisseur mais moins rémunérateur pour les intermédiaires.

**Domiciliation agent** : fournit une adresse légale et enregistrée à un fonds d'investissement. L'agent domiciliataire est responsable de l'exécution des fonctions et obligations liées au domicile physique, telles que la mise à disposition d'un bureau (pour entre autres, la tenue des board meetings) et du matériel nécessaire à son bon fonctionnement (imprimantes, ...). Il gère également toute la correspondance adressée au fonds et s'acquitte du paiement de toutes les factures en son nom.

**DTA and Tax Authorities** (traité de double taxation et autorités fiscales). En plus de déterminer, in fine, le rendement réel des actifs financiers, ces traités et les règles de taxation nationales sont à l'origine des plus grands projets d'architecture de marché (création d'Euroclear en 1968, de CEDEL-Clearstream en 1970, projet NRA puis FATCA, paradis fiscaux et domiciliation...). Il convient de se rappeler également que rien, dans la majorité des législations des pays développés, ne peut battre la performance long terme de la défiscalisation.

**Economists (de marchés)**: se sont développés avec la généralisation de la comptabilité nationale et la publication généralisée des comptes des nations selon des règles communes, en particuliers les manuels et règles standards de calcul et de présentation du IMF (en particulier le SDDS de l'IMF : Special Data Dissemination Standard). Les comparaisons nationales sont désormais assises sur des règles communes de quantification et de calcul. En particulier les comptes de « reste du monde » et les balances de paiements aux normes des Manuels de l'IMF. L'objet principal d'analyses et de commentaires restent les projections de courbe des taux et de GDP.

**Issuers (Emetteurs)** : c'est le marché des titres publics au sens large qui domine le paysage de ce début de XXIème siècle (voir statistiques BIS). La vieille distinction entre banquiers (finance privée) et financiers (finances du Prince) que le XIXème siècle semblait avoir effacé reprend une réalité technique en période de surendettement public. Il convient de se souvenir qu'un des marchés les plus actifs de l'Union et celui dont le modèle a été le plus copié s'appelle MTS (Mercato dei Titoli di Stato) redonnant ironiquement ainsi à l'Italie du Nord une (petite) avance technologique perdue depuis des siècles.

**Financial Authorities** : depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011 l'ESMA (European Securities and Markets Authority) tente de fédérer les responsables publics domestiques des marchés de valeur de l'Union. Jusqu'à ce jour la SEC US et le FSA britannique étaient les entités considérées comme pilotes de la régulation mondiale. Le rôle de l'ESMA est « restoring and maintaining a stable and reliable financial system is an absolute prerequisite to preserving trust and coherence in the internal market, hence to preserve and improve the conditions for the establishment of a fully integrated and functioning internal market in the field of financial services. »<sup>530</sup>. Les commissions nationales de contrôles de marchés sont fédérées au sein de IOSCO<sup>531</sup>. Il semblerait qu'en 2011 une minorité de responsables politiques, économiques ou académiques affirment croire encore à l'autorégulation des marchés. Ces autorités officielles de marchés, celles qui donnent les règles générales, sont aujourd'hui rejointes par une nouvelle forme de régulation : l'éthique. Aux autorités politiques vont donc s'ajouter des autorités morales qui n'existaient pas dans le monde occidental il y a encore 20 ans. Par exemple des docteurs de la loi dans le monde de la finance islamique, ou des spécialistes de l'écologie qui vont agréer et certifier des fonds « verts ». Ces autorités sont de toute nature mais sont principalement représentées aujourd'hui par des autorités religieuses dans le cadre de la finance islamique. Cette double compliance, réglementaire et éthique, est un challenge nouveau pour les asset managers.

**Financial Guaranty ou Monoline** : rehausseur de crédit. Entreprise d'assurance permettant à un émetteur de se financer à moindre coûts en garantissant son émission contre un défaut et donc en augmentant son rating. La baisse du coût des emprunts est ainsi partagée entre l'assureur et l'émetteur. Cette activité est pour les émetteurs l'activité symétrique d'un contrat de CDS (Credit Default Swap) pour un investisseur. Le rôle important joué par ces organisations dans la crise de 2008-2009 a conduit les régulateurs à revoir leur rôle. Cette revue se fait dans le cadre général de la redécouverte du rôle majeur du shadow banking, dont font partie les monolines, dans la finance contemporaine. Fin 2011 l'Union n'avait pas encore statué sur les futures conditions d'exercice de cette activité qui fin 2009 représentait encore un encours garanti de plus de USD 3.300 milliards (source IMF).

**Fund Administrator** (administrateur de fonds). La société de gestion, ou l'organisme de gestion, d'un fonds d'investissement peut sous-traiter trois grands types de tâches. 1- Valoriser le portefeuille selon la fréquence décidée par la loi ou le contrat passé avec les investisseurs. 2 – assurer la vie sociale du fonds quand celui-ci existe sous une forme de société 3 – assurer la gestion des souscriptions et des rachats de parts ou actions du fonds. Il y a donc un métier du passif et de l'actif du fonds. Les erreurs opérationnelles de souscription/rachat ou de calcul de valeur liquidative (NAV) sont porteuses de risques importants dont la couverture est actuellement sous revue dans le cadre de la (probable) cinquième directive de l'Union sur les fonds (UCITS V).

---

<sup>530</sup> Page 13 de la regulation européenne 2009/0144 (COD) Regulation of the European Parliament and of the council establishing a European Securities and Markets Authority (ESMA)

<sup>531</sup> International Organisation of Securities Commissions



**Fund Promoter** : Toute personne, groupe de personnes ou société qui lance un fonds d'investissement et en détermine les caractéristiques. Voir aussi Promoter.

Le monde des fonds admet généralement les rôles suivants comme interne à la structure d'un fonds domicilié en Europe, et en particulier au Luxembourg<sup>532</sup>

1. Administration centrale
2. Transfer agent
3. Agent payeur
4. Dépositaire (et global custodian)
5. Conseil légal
6. Distributeur
7. Gestionnaire
8. Promoteur
9. Réviseur (auditeur comptable)
10. Société de gestion

Ces dix rôles centraux font à leur tour appel à de l'assistance externe pour le fonctionnement global de la structure : broker, prime broker, prestataire d'informations financières, sous-traitant de middle office, fournisseur d'outil technique (comptabilité du fonds, analyseur de performance ...)

**Global Regulator** : ce rôle est aujourd'hui en partie tenu par le Comité de Bâle dont les recommandations s'imposent à la communauté internationale. Le secrétariat (i.e la rédaction) est tenu par la Banque des Règlements Internationaux (BIS). Mais un groupe de réflexion et de lobbying puissant s'impose peu à peu comme lieu de recherche de consensus. Il est matérialisé dans le rendez-vous annuel du WEF (Davos world economic forum) « committed to improving the state of the world ». En tant que tel, le WEF (mais avec une assistance y compris académique) commence à publier des travaux de fond qui font autorité dans certains milieux professionnels<sup>533</sup> et sur certains thèmes en particulier les risques globaux «For a threat to be considered a “global risk” it must have global geographic scope, cross-industry relevance, uncertainty as to how and when it will occur, high levels of economic and/or social impact, and it must require a multistakeholder approach to risk response»<sup>534</sup>. S'occuper des thèmes cités est bien un rôle de macro-régulateur.

**HCCH** : convention de la Haye (Hague Convention-Convention de la Haye). Une convention internationale sur le droit des titres a aujourd'hui été ratifiée par la majorité des pays. Elle tente principalement d'identifier de manière claire le droit national qui s'appliquera à la convention de tenue de compte entre l'investisseur et son teneur de

---

<sup>532</sup> Source : [www.finesti.com](http://www.finesti.com)

<sup>533</sup> Voir en particulier le sixième rapport annuel sur les risques globaux 2011 qui possède de plus de grandes qualités pédagogiques. Ce rapport est rédigé en collaboration avec l'Université de Pennsylvanie. Voir [www.weforum.org](http://www.weforum.org) et <http://www.weforum.org/globalrisks2011>

<sup>534</sup> Id page 42

compte, ou simplement entre deux parties impliquées dans de la tenue de compte sur plusieurs juridictions. Ceci dans le but de supprimer tout conflit de règles, générateur d'incertitude et donc de coûts.

**IFRS** (International Financial Reporting Standard) : le rôle central de la comptabilité comme institution centrale du développement du capitalisme semble faire consensus au moins au sein des historiens. La production d'états standards et donc internationalement comparables est aujourd'hui concrétisée par le déploiement mondial d'une règle à l'origine européenne (IFRS). Dans les grands états, seuls les USA refusent encore l'adoption de ces règles internationales et n'utilisent que leurs règles domestiques : les GAAP. Il est à noter que l'anecdote culturelle n'est pas mince : il n'est pas simple de remplacer un processus « Generally Accepted » (apparence bottom-up) par un « International Standard » d'origine européenne. Comme suite à vingt ans de discussion il est maintenant envisageable (2011) que les USA convergent un jour vers ce qui est devenu la norme mondiale.

**Investisseurs** : la capacité de financement globale de long terme est aujourd'hui aux mains des organisations qui gèrent l'épargne en vue de la retraite (capitalisation). Si les autres origines d'épargne, en particulier les fonds souverains, ne sont bien sûr pas à négliger, aucune n'a la taille (USD 30.000 milliards fin 2011), la puissance de lobbying et la pérennité des fonds de pension de la planète. Les banques d'investissement US ainsi que les principaux acteurs du Securities Services, doivent aux fonds de pension US leur taille et leur succès (CITI, BNY-M, State Street, JP Morgan). Vieillesse et effet sur l'offre d'épargne, en montant et nature, sont au centre des préoccupations des hommes de marché.

**Management Company** : société de gestion en charge, de par un mandat qui lui est confié, de la gestion d'un portefeuille. Le 1<sup>er</sup> juillet 2011, dans le cadre de la directive UCITS IV, le passeport de gestion a enfin été accordé à ces entités qui peuvent donc vendre leurs services en cross-border dans les pays de l'Union. Cette date récente marque donc le véritable début du vrai marché unique : celui de la liberté de collecte européenne, et du réinvestissement, de l'épargne des Européens. Rappel : en 1985 la directive 85-611, UCITS I avait accordé la libre circulation des produits (fonds coordonnés) mais pas de leur gestionnaire, interdiction on ne peut plus politiquement symbolique.

**Market maker** : assure comme contrepartie (en principal) des transactions soit en accord avec un marché officiel/réglementé pour assurer une certaine liquidité, soit comme participant à un marché piloté par les prix (order driven). La comparaison de l'efficacité des marchés « order driven » (auction/enchères) et de ceux « price driven » est un des thèmes importants des études sur la microstructure de marché.

**Matching utilities** : assure entre l'investisseur institutionnel (ou le gérant son représentant) et le broker la confirmation des exécutions. C'est une pièce essentielle de la maîtrise des risques opérationnelles liés aux transactions.

**Numbering agency** : regroupées au sein de l'ANNA (association of national numbering agencies) ces organisations délivrent les numéros d'identifiant des actifs financiers qui permettent à tous les opérateurs de la planète d'associer à chaque actif ou contrat un numéro unique. Pour le monde titres cash elles utilisent en particulier la norme ISO 6166

dite code ISIN (international securities identification number). En dépit de plus de 25 ans de tentative d'unification mondiale<sup>535</sup> de la numérotation, les pratiques domestiques de numérotation ont survécu (SEDOL anglais, CUSIP US ...) matérialisant ainsi des inerties culturelles et historiques contraires à la logique de la standardisation et de l'automatisation. L'ordre de grandeur du nombre d'ISIN actifs dans le monde est 5 millions pour environ 50.000 actions cotées dans le monde<sup>536</sup> (en clair : un titre sur 100, en nombre d'émission, est une action).

**Order routing** : les systèmes de routage d'ordres ont seulement pour but d'accroître la vitesse de transmission et le taux de STP (straight through processing, automatisation) des transactions. Ils interviennent entre un preneur d'ordre, par exemple un custodian, et une entité d'exécution. Ils ne sont pas considérés par les principaux régulateurs, pour l'instant, comme élément d'infrastructure, mais cependant sujet à contrôle du régulateur (comme dans la Directive MIFID pour la RTO-réception transmission d'ordres).

**Price calculator : (agent de calcul)** c'est un métier récent quand il est fait pour compte de tiers et pour valoriser une position ou un contrat. La complexité de beaucoup positions échappent parfois aux groupes opérationnels qui les administrent (back office, custodian...). De même le fait de sous-traiter le calcul de la valeur d'une position OTC rend le résultat du calcul plus acceptable par tous les intéressés (contrepartie, gestionnaire des appels de marges, comptable du fonds si cette position est incluse dans un portefeuille). Markit est, par exemple, une société qui a rapidement pris une taille globale en se spécialisant sur ce type de créneau.

**Prime broker** : institution assurant l'assistance commerciale (distribution), administrative (valorisation, risques, custody) et financière (prêts de cash et de titres) des hedge funds. Les grandes CIB, en particulier US, dominent ce marché de par leur capacité à assurer une liquidité titres (en particulier sur les prêts-emprunts).

**Promotor (promoteur)** : organisation qui prend l'initiative d'un montage financier et en pilote la fabrication et la distribution en faisant appel à de multiples partenaires. En particulier dans le monde des fonds d'investissement.

**Rating Agency** : il y avait plus de 80 agences de rating en 2011. Leur rôle et leur business model est en pleine révision après la place centrale que Bâle II leur avait réservée (le risque est désormais mesuré par le rating et non plus la nature de la contrepartie). Dagong, l'agence chinoise, a été la première à dégrader les USA dès juillet 2010, soit plus d'un an avant S&P. Les agences doivent désormais contrôler et gérer deux risques forts d'incohérence

- Le risque d'écart anormal de rating entre agences

---

<sup>535</sup> Recommandation principale du rapport du groupe des 30 de 1987 !

<sup>536</sup> Sources : Bloomberg et Reuters et statistiques BIS.

- Le risque tel qu'apprécié et valorisé au quotidien par les opérateurs au travers de produit de protection tels que les CDS (credit default SWAP). En d'autres termes prix du CDS et rating devraient être fortement corrélés

**Self Regulated Organisation (SRO).** Elles sont en réalité les véritables régulateurs des marchés. Ce sont elles qui de manière consensuelle fixent les règles du jeu et les publient dans un « rule book » qui devient la loi des parties. De plus elles supervisent l'évolution des contrats cadres (master agreement) qui traduisent ces règles du jeu sous forme de contrat juridique. La règle la plus mondialement connue défini par une SRO est celle du T+3 de l'ISMA qui depuis quelques années est devenue la norme presque universelle du monde titre pour la période standard de dénouement. Les organisations les plus représentatives sont celles du monde des taux (ICMA, international capital markets association qui a succédé à l'ISMA), des dérivés (ISDA, international swap and derivatives association) qui maintiennent les contrats cadre majeurs que sont le contrat de REPO (ICMA) et de SWAP et CDS (ISDA). On peut aussi citer l'ISLA (international securities lending association) qui gère le contrat GMSLA (global master securities lending agreement) R.C Merton le souligne dans un de ses papiers « SWAP contracts provide an excellent example to illustrate importance of institutional details that are routinely ignored in neoclassical analysis »<sup>537</sup>. Car pour le monde réel un swap **EST** un contrat ISDA, c'est-à-dire des règles du jeu (institutions) universellement, ou presque, admises. Et en l'absence de ces règles, les coûts de transaction sont supposés exploser.

**Special purpose vehicle/ entities (SPV ou SPE) :** la finance contemporaine est basée sur l'usage de la multiplication des bilans et des domiciliations qui intermédièrent une relation émetteur/investisseurs. La plus simple expression de l'usage de ces véhicules est une SICAV de droit français. N.Roubini nous rappelle dans une conférence au IMF du 13 Septembre 2007 leur logique poussée à l'absurde et leurs risques « So we have created essentially in part a little bit of a monster. Of course we all know the benefits of financial globalization and securitization and all those things (.....) you've created a financial system in which if you take out mortgages, the mortgage originator does not care: he or she maximizes volume and gets higher income. Then the bank originates the stuff and packages it in MBSs and then they get the fee and they shove it to the investment banks. And the investment banks divides it out in all the different tranches of CDO and then shove it to their final investors and the rating agencies give their blessings. You would think that the final investor is the one who has to provide the market discipline but after four stages you do not even know what it is, and after CDOs you have CDOs of CDOs, and CDOs of CDOs of CDOs »<sup>538</sup>. Ces véhicules et leur usage restent un point très complexe pour la régulation globale future en particulier au vu de leur rôle dans le shadow banking (non banque exerçant un rôle de banquier grâce à l'usage de son bilan) « The current market crisis that began in mid-2007, however, essentially —stress tested these vehicles. As a result, serious deficiencies in the understanding and risk management of these SPEs were

---

<sup>537</sup> R.C Merton . Journal of investment management. Q1 2005. The design of financial systems, page 16.

<sup>538</sup> Un rapport très pédagogique du BCBS/BIS de Septembre 2009 sur les SPE et leur usage est disponible sur le site BIS.org (108 pages) « **Report on Special Purpose Entities** »

identifié »<sup>539</sup>. Ces entités ont joué un rôle majeur dans la destruction de la confiance qui a démarré fin 2007 car cette pièce du système de production était mal comprise de beaucoup d'opérateurs (voir citation de N.Roubini supra).

**Standard organisation :** ce sont les institutions responsables de la formalisation et du respect des règles du jeu financier et opérationnel. En d'autres termes de la mise en œuvre d'une lingua franca financière qui permet à tous les opérateurs de la planète de se comprendre sans ambiguïté, soit un vieux rêve qui se réalise lentement. Elles sont donc centrales dans l'analyse du fonctionnement des marchés, des coûts et des risques opérationnels. Et pourtant presque ignorées du monde académique mais aussi du monde politique. Le langage universel est aujourd'hui partagé entre trois organisations concurrentes et parfois complémentaires : FIX, FpML et ISO-SWIFT. FIX représente plus le monde du trading de produits cash et est d'origine US. Il a été créé pour automatiser les relations entre une banque d'investissement US et son client Asset Manager (Salomon Brothers et Fidelity AM) pour du trading action. Devant le succès de ce projet l'idée a ensuite germé de faire de ce protocole d'échange un standard tout en donnant à son initiateur un sérieux avantage compétitif. Son langage s'appelle FIXml (mais une autre syntaxe existe aussi) et est fourni sous forme d'open source à tous ceux qui le désirent. FpML a été créé par les adhérents à l'ISDA avec pour but au départ d'automatiser le trading et la gestion des contrats de swap vanille, principal actif financier mondial en notionnel. ISO-SWIFT désire après une longue évolution de ses standards titres et contrats faire évoluer son offre dite ISO 15022 (format FIN) vers une norme au format xml dite ISO 20022 (aussi appelée un temps UNIFI<sup>540</sup> pour mieux en expliquer l'ambition universelle): toute l'activité financière véhiculée par un seul langage. Ces trois standards sont de fait en compétition et coopération complexes. Ils sont complétés par de nombreux autres tout aussi incontournables pour les opérateurs. C'est l'exemple du GIPS (global investment performance standard) qui définit les règles de base de la valorisation de portefeuille ce qui permet ensuite de comparer plus efficacement les performances des gérants. Sans règles communes de valorisation aucune comparaison possible. La maîtrise de ces différents environnements d'échanges d'information est aujourd'hui une des causes principales d'investissement des opérateurs : la compréhension et la mise aux normes peut représenter jusqu'à la moitié des investissements d'une CIB, d'un custodian, d'un Asset manager ou d'un Data Vendor<sup>541</sup>.

**Sub-custodian :** c'est le fournisseur local (i.e national) des global custodians. Il assure la garantie de l'enregistrement correct des transactions et positions au niveau du Dépositaire Central National (CSD). La chaîne comptable (très) simplifiée, et hors exécution, se lit donc ainsi : l'investisseur ouvre un compte chez un global custodian, qui ouvre des comptes dans son réseau de sub-custodians (ses correspondants) qui ouvrent des comptes

---

<sup>539</sup> Id page 1

<sup>540</sup> Universal Financial Industry Message Scheme. Nb : cette courte explication des normes est tellement simplificatrice qu'elle peut en devenir fausse (e.g oubli de MDDL, VRXML, RIXML, XBRL, Rosettanet...etc.). La compétence normes et certifications est aujourd'hui une des caractéristiques professionnelles les plus recherchées.

<sup>541</sup> Travaux personnels professionnels

chez les dépositaires centraux (et éventuellement un compte cash à la banque centrale) qui eux-mêmes assurent en lien avec les émetteurs la tenue du compte émission des valeurs.

**Trader** : spécialiste de l'exécution il vit sur le spread entre son prix à l'achat et son prix à la vente (bid and ask) en agissant en principal (contrepartie) et donc sur le bilan de l'entreprise qui l'emploie. Il assure cette fonction en gérant un « book » pour lequel est définie une limite de risque dépendante de la nature, de la volatilité et de la liquidité des actifs. Quand le trader agit pour le compte propre de son établissement et pas pour fournir un service d'exécution à des tiers on parle de proprietary-trading (ou prop-trading)

**Trade Repositories** : Après des siècles de mise en sommeil le rôle notarial, comme producteur de confiance et de transparence, est de nouveau réintroduit dans le monde financier<sup>542</sup>. Ces nouveaux notaires portent un nom : les trade repositories. Ils enregistrent publiquement, et obligatoirement, certains contrats. Ces répertoires centraux de transactions OTC sur produits dérivés devraient permettre aux régulateurs et à certains acteurs de marchés d'avoir une vue presque instantanée (c'est ce point qui est majeur) sur les montants et volumes d'opérations dans le monde très opaque des dérivés de gré à gré. Il faut se souvenir que toutes les émissions importantes de titres sont généralement admises chez un dépositaire central et que les dérivés listés sont compensés par une chambre de compensation qui joue donc ce rôle notarial de comptabilisation et de surveillance des contrats émis. Les contrats OTC manquent de ce rôle notarial. Les TR sont un des piliers du Dodd-Frank act (2010) aux USA et la régulation EMIR (2011) dans l'Union (European Markets Infrastructure Regulation)

**Transfer Agent** : responsable de la tenue du registre des porteurs de parts du fonds, ses tâches consistent à confirmer les ordres de souscriptions et de rachats, à confirmer les prix à l'administrateur de fonds, à gérer les commissions et offrir du « shareholder servicing », en particulier l'information légale et la tenue de l'assemblée générale du fonds quand elle existe.

**Transition Manager**. En cas de changement de gérant de portefeuille (asset manager) il assure pour le compte de l'investisseur le transfert à coût de marché réduit de l'ancienne vers la nouvelle stratégie de gestion. Il assiste donc la recomposition d'un portefeuille dont les résultats ont été jugés insuffisants par l'investisseur ou son représentant. Il s'agit donc de la gestion d'une optimisation entre coûts d'opportunité et coûts de transactions.

**Tri-partite agent** : organisation chargée de la gestion du collatéral et des appels de marges pour le compte de deux tiers engagés dans des contrats où des marges sont appelées sur une base bilatérale. Le collatéral y est géré en valeur et en nature ce qui permet éventuellement sa substitution ainsi que le prêt de titres reçus en garantie (rehypothécatation). Ce métier combine donc des capacités de valorisation de titres illiquides (par exemple du marché monétaire), des capacités de conservation (importance des événements sur titres) et de règlement livraison intraday. Le tri-partite agit comme agent, sauf bien sûr quand une partie du collateral reçu est sous forme de devises.

---

<sup>542</sup> Voir De Roover, L'évolution de la lettre de change, et la disparition progressive du notaire à partir du XIII<sup>ème</sup> siècle dans les contrats de change.

*UCITS* (undertakings for collective investment in transferable securities ou OPCVMs coordonnés). Ces SPE/SPV sont sans doute la plus grande réussite de l'Union pour son industrie financière. Ils représentent environ EUR 8.000 milliards d'actifs sous gestion qui génèrent une rémunération comprise entre 120 et 150 bp, principalement acquise aux asset managers et distributeurs en parts égales<sup>543</sup>. Laissons la parole à ses représentants professionnels<sup>544</sup> « Europe is not only getting closer to the single market dream, but it is also a global leader in the international funds industry. Underpinning the success of Europe in this arena was the introduction of UCITS in 1985<sup>545</sup>. Little did we know then that **this legislation would have such an impact on the world of investment** and few would have realised then just what a competitive hedge it gave to Europe in the investment funds business. Increasingly the UCITS stamp is seen not just as a European fund passport, but a global one. It is used more en more in Asia, South America, Central and Eastern Europe and the middle East ».

Une belle illustration du rôle des règles du jeu et du droit de propriété dans le développement d'un marché. C'est la réglementation qui a fait le marché, tout comme l'article 401K du droit fiscal américain. Le monde politique semble avoir une conscience limitée de l'avance technologique de l'Union dans ce produit complexe<sup>546</sup>. Et pourtant la technologie des fonds va participer, cela semble probable, à la question financière centrale de 2040<sup>547</sup> : le financement et le paiement des retraites de plus de deux milliards d'individus. Il faut en effet garder en mémoire qu'en plus d'être un support privilégié d'épargne, les fonds d'investissement sont un support privilégié d'investissement pour les fonds de pension eux-mêmes. Des fonds de pension peuvent investir dans des fonds de fonds en jouant sur les stratégies de chaque fonds et sur leur domicile.

En d'autres termes la mise en place d'un arrangement socio-technique sécurisé de multiples acteurs munis de leurs outils et de leurs procédures, et surtout sécurisant pour les investisseurs, est d'une immense complexité en terme d'activation des interactions globales généralement sous le contrôle de plusieurs régulateurs.

Ce sont ces règles du jeu et leur respect ainsi que les organisations qui les utilisent qui font, pour l'instant, l'avance technologique de l'Union Européenne dans ce domaine.



---

<sup>543</sup> Sources : [www.efama.org](http://www.efama.org) données statistiques, et documentation interne de BNY Mellon Asset Servicing.

<sup>544</sup> Association of the Luxembourg Fund Industry, in association with Lipper-Thomson-Reuters. April 2010. Symbiosis of the evolution of UCITS 1988-2018 Page 4.

<sup>545</sup> Directive 85/611 EEC de 1985.

<sup>546</sup> Réunion avec des élus au parlement européen en 2004 et 2005

<sup>547</sup> La phase finale de la transition démographique et le début de la baisse possible de la population mondiale

## **Annexe 2.**

### ***Expériences personnelles : source de questionnements et de données.***

#### **Listes des projets professionnels réalisés sur les marchés financiers et gérés de 1978 à 2011.**

Ces expériences m'ont peu à peu guidé vers le paradigme qui m'a semblé le plus robuste confronté aux réalités financières, surtout celui doté de la meilleure capacité de prédiction : l'école néo-institutionnaliste. Je n'ai vraiment découvert ses auteurs qu'à l'occasion d'un travail pédagogique lourd : formation intensive de plusieurs centaines de jeunes Bac+5 aux métiers du Securities Services et de la banque, de 2007 à 2010 au Portugal. Et donc au besoin de se raccrocher, pour convaincre, à autre chose que des expériences personnelles mais à un paradigme académique.

Ces expériences sont classées en huit types.

1 - Projet/expérience : finance publique et administration publique dans un pays en développement. Contexte de naissance d'une nation. Economie, développement, nationalisme et xénophobie, règles du jeu.

Lieu/durée : 2 ans. Côte d'Ivoire

Point majeur d'étude ou d'interrogation : rôle des institutions, culture nationale/régionale et ethnies, économie publique, démographie et développement. La dé-contextualisation source de nombreuses erreurs. Naissance d'une nation (l'Ivoirité : construction politique ou réalité ethnologique ?) et culture nationale, rapport aux thèmes académiques de l'International Business: globalisation ou nationalisation des échanges. Risques et richesse des approches contextuelles<sup>548</sup>.

2 - Projet/expérience : distribution de produits financiers retail

Lieu/durée : 2 ans, Paris et Bordeaux

Point majeur d'étude ou d'interrogation : rôle majeur de la distribution dans tout acte de production y compris financier (sociologie et techniques de la distribution) et coûts de transaction. Découverte de la réalité de la production (les opérations) et de la circulation

---

<sup>548</sup> Par exemple réfléchir sur les modèles éducatifs et leurs coûts, type OCDE ou Banque Mondiale, sans tenir compte que les lycéennes de certaines villes africaines sont souvent mère de famille nombreuse (1978)



des actifs financiers (modèle de réseaux de distribution au cœur des stratégies de développement)

3 - Projet/expérience : système de paiement, automatisation et standardisation.

Lieu/durée : 2 ans, Paris

Point majeur d'étude ou d'interrogation : rôle de la normalisation dans l'inter-bancarité et la globalisation. Normes propriétaires contre normes internationales (ici « Transac » contre « ISO »). La (les) lingua franca contre l'esperanto financier, les normes et standards, condition des transactions<sup>549</sup>. Découverte du monde ISO et des luttes entre standards.

4 - Projet/expérience : prévisions de balance des paiements. La question de la mesure macro-économique.

Lieu/durée : 3 ans, Gabon

Point majeur d'étude ou d'interrogation: standardisation des méthodes ou outils de mesure. Comparer dans la même mesure. Le « Quatrième manuel de la balance des paiements » de l'IMF : une procédure normalisée de trois cents pages. Rôle de la culture dans le développement et le rapport aux produits financiers. Cultures nationales et états-nations. Modélisation en macro-économie : marked to market, marked to model et marked to reality (contrat Banque mondiale et assistance de l'IMF)

5- Projet/expérience : dette publique

Lieu/durée: 1 an, Cameroun

Point majeur d'étude ou d'interrogation : rapport au bien public, différences culturelles et différences comportementales au sein d'une même proximité civilisationnelle. Généralisation du Sud et du Nord au niveau national. Impacts culturels des colonisations (allemande, anglaise et française) La nation a-t-elle toujours une réalité culturelle significative<sup>550</sup> ?

---

<sup>549</sup> Pour les aspects normes et gestion de processus j'ai beaucoup bénéficié des enseignements reçus en Master en organisation du CNAM (1981) et du groupe de travail BNPP de Business Process Management-BPM (2006-2009)

<sup>550</sup> C'est le point le plus contesté des analyses de G.Hofstede (voir l'exemple donné par Gramsci sur la force des cultures régionales dans notre partie II)

6- Projet/expérience: securities services (custody institutionnel et retail, collateral management, prêts-emprunts, clearing, fund administration, transfer agent). Derrière la métaphore du marché.

Lieu/durée : 22 ans, Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne, Luxembourg, Paris, Nantes, Saint-Etienne.

Point majeur d'étude ou d'interrogation : interaction complexe entre acteurs du marché. Coûts de la production d'actifs. Coûts de la circulation des actifs. Normalisation, standardisation et gestion de l'incertitude. Fonds d'investissement et véhicules d'investissement (SPE, SPV) moteur de la finance moderne. Discours académiques et discours professionnels sur le monde des marchés. L'écran trompeur de l'exécution sur les marchés action. Le bilan domicilié outil de production principal du monde financier.

7 -Projet/expérience : création ex-nihilo d'une salle de marché avec plusieurs lignes produits (cash, dérivés structurés, real estate, titrisation, hedge fund)

Lieu/durée : 2 ans, Londres

Point majeur d'étude ou d'interrogation : cultures nationales, corporate, occupational et gender analysis. Le syndrome « Kerviel » au quotidien : rois du monde et testostérone. Aspect central des règles de droit et de la propriété dans la compréhension de la localisation et des volumes d'échanges. Le « domicile », la nationalité, un paramètre important des marchés des actifs financiers.

8- Projet/expérience : conseils sur les effets en aval d'une grande fusion de marchés officiels

Lieu/durée : Paris-Frankfurt, 3 mois. 2011.

Points majeurs : Réalité des gaps culturels entre nations européennes, et entre nations européennes (EU) et le monde anglo-saxon. Pourquoi appeler « barrière » des manières de faire spécifiques à une nation ? Les Allemands ne sont pas des Français qui parlent une autre langue. Prévisibilité de certains échecs de grands projets européens : règles du jeu nationales contre rationalité abstraite.



## **Annexe 3 .**

### ***Swift, infrastructure majeure et discrète, et le monde politique.***

Nous reproduisons ci-dessous un court article dont le contenu illustre l'aspect prédictif de la vision institutionnelle : tout acteur majeur du système de production d'actifs financiers doit nécessairement un jour interagir avec les autres organisations et donc avec le(s) pouvoir(s) politique(s).

C'est ici un des événements les plus significatifs de la relation entre politique internationale, finance internationale et organisation physique de marché.

Deux ans plus tard, en mars 2012, à la demande de la Commission Européenne et du Conseil, SWIFT interdisait temporairement l'accès à son réseau aux banques iraniennes. Manifestation du rôle central d'un acteur de marché « inconnu », d'un détail institutionnel qui en fait est un des principaux outils de production *et de contrôle* du marché.

Les effets de ces deux interdictions récentes n'ont pour l'instant, à notre connaissance, pas été analysés. En 2011, transporteurs et standardisateurs de messages transportés n'ont apparemment toujours pas fait, en France et dans le monde académique, l'objet de publication scientifique.

### **La commission des libertés du Parlement européen rejette l'accord Swift**

**LE MONDE Article paru dans l'édition du 06.02.2010 par J-P Stroobants**

Le gouvernement américain, par la voix de Stuart Levey, sous-secrétaire au Trésor, avait prévenu : un "non" des députés européens à l'accord Swift serait "une erreur regrettable et potentiellement tragique". Cela n'a pas ébranlé les membres de la commission des libertés civiles du Parlement européen : jeudi 4 février, à Bruxelles, ils ont rejeté, par 29 voix contre 23 et une abstention, les dispositions qui permettent aux autorités américaines d'avoir accès, en cas de possible connexion avec le terrorisme, aux données bancaires des Européens.

Swift, société basée en Belgique et dont les données sont stockées aux Pays-Bas et aux Etats-Unis, organise et sécurise les flux financiers entre les banques du monde entier. Après le 11 septembre 2001, l'administration américaine a eu secrètement accès à ces informations dans le cadre du programme dit TFTP, qui vise à repérer et identifier des terroristes et leurs soutiens financiers. L'affaire a été ébruitée en 2006, ce qui a incité les autorités européennes à réclamer des garanties et la conclusion d'un accord intérimaire. Il a été renouvelé et prolongé à la fin 2009, avant que le Parlement européen ne dispose, grâce

au traité de Lisbonne, d'un droit de regard sur ces matières. Le texte devait donc, cette fois, être soumis à un vote.

La commission des libertés voulait réclamer plus de garanties pour la protection des données. Elle entendait aussi protester contre l'attitude de la Commission et du Conseil, soupçonnés d'avoir voulu mettre les députés devant le fait accompli. Elle était surtout résolue à affirmer ses nouveaux pouvoirs face à l'opinion.

L'assemblée plénière du Parlement se prononcera jeudi 11 février. L'issue de ce vote n'est pas totalement scellée mais celui de la commission fournit une indication. La diplomatie américaine ne s'y est trompée : elle a multiplié les tentatives pour renverser l'opinion des élus européens. L'ambassadeur auprès de l'Union a rencontré les principaux groupes politiques. La secrétaire d'Etat, Hillary Clinton, aurait appelé, avant le vote, le président du Parlement, Jerzy Buzek - une information que ne confirme pas la mission américaine à Bruxelles. Jeanine Hennis-Plasschaert, rapporteure libérale néerlandaise du dossier, a dénoncé "les pressions, le chantage et le lobbying".

"Washington a un regard très attentif sur le sérieux de son partenaire. Un non serait un très mauvais signal", déclarait au Monde, avant le scrutin, un officiel du gouvernement américain. A l'évidence, une confirmation de la position des eurodéputés à Strasbourg compliquera un peu plus les relations, déjà tendues, entre l'Union européenne et les Etats-Unis.

Pour avoir accès à l'ensemble des informations de Swift, et donc à celles qui concernent les Européens, stockées à Amsterdam, les Etats-Unis ont besoin d'un accord. A défaut, ils pourraient recourir à des procédures bilatérales, plus complexes et plus lentes.

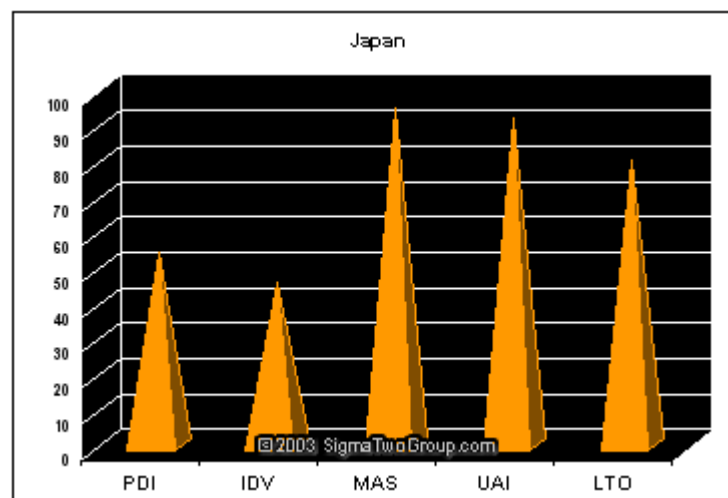
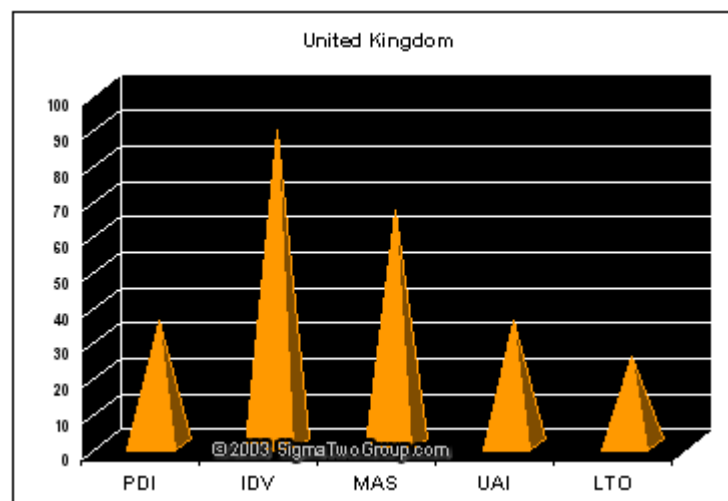
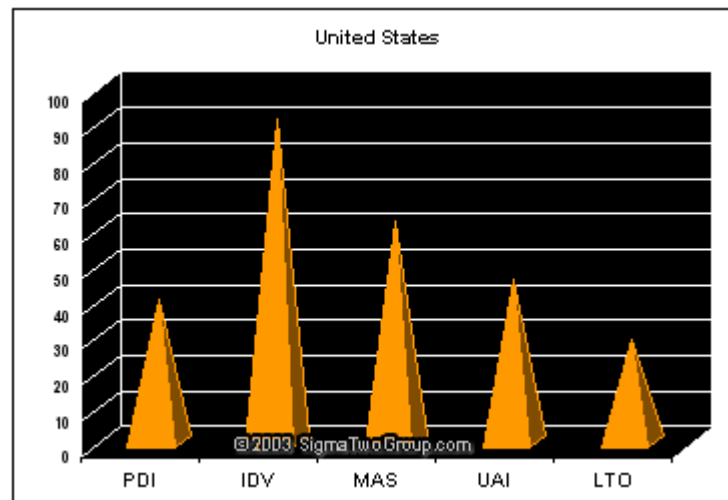
Espérant encore un changement de cap, Washington met en avant le dernier rapport d'évaluation de Jean-Louis Bruguière, mandaté par Bruxelles pour enquêter sur le TFTP. L'ancien magistrat antiterroriste y affirme que ce programme offre des garanties "d'un niveau exceptionnellement élevé" et qu'il contribue massivement à "la sécurité intérieure des Etats-Unis et, plus largement, à la sécurité globale". Quelques 1 500 rapports établis depuis son entrée en vigueur auraient permis de prévenir des attentats et d'arrêter des personnes, notamment dans plusieurs Etats européens.

J-P Stroobants.



## Annexe 4.

Un exemple des dimensions de Hofstede sur trois pays (Source : [www.geert-hofstede.com](http://www.geert-hofstede.com)).



Les deux pays anglo-saxon donnent, c'est assez prévisible, des réponses similaires au questionnaire élaboré par les Hofstede père et fils (VSM, value survey module) et sont en forte opposition avec la culture japonaise.

**Rappel :**

PDI : power distance index. Acceptation des inégalité de pouvoir.

IDV : individualism versus collectivism. Individu face au groupe.

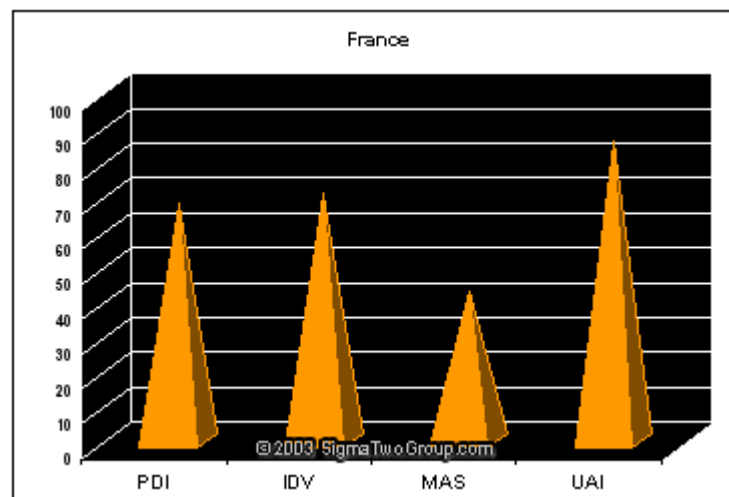
MAS : maculinity versus feminity. La valeur contemporaine des sociétés démocratiques modernes.

UAI : uncertainty avoidance index. Aversion au risque, en particulier financier.

LTO : long term oriented. Choix pour la continuation des pratiques passées.

Nous considérons qu'il n'est pas déraisonnable d'établir une dépendance entre indice UAI (appétit aux risques, peur du changement) et le choix des produits financiers. Et donc la structuration du marché (les produits conditionnent les outils : un fond monétaire n'utilise pas les carnets d'ordres des marchés officiels).

La comparaison entre le monde anglo-saxon (UK, USA, voir plus haut) et la France est sur ce point assez révélatrice. On peut « lire » les choix nationaux d'investissement dans ces mesures. Même si nous gardons en mémoire que concomitance ne veut jamais dire causalité, que les pays à faible appétit au risque (fort UAI comme la France) soient les premiers consommateurs retail de produits monétaires face aux anglo-saxon premiers consommateurs de produits actions nous parait une approche explicative et prédictive.



ΩΩΩ

## Annexe 5.

### ***Quelques organismes de standardisation et de certification***

Ci-dessous, choisies dans une longue liste de possibles, les organisations suivantes nous paraissent significatives dans les actions de standardisation affectant un ou plusieurs processus des marchés financiers :

- **UN-CEFACT** United Nations Centre for Trade Facilitation : assure la promotion de l'e-commerce et en particulier de la facture électronique ([www.unece.org/cefact](http://www.unece.org/cefact)). Toutes les organisations commerciales, y compris de marchés financiers, produisent et reçoivent des factures. C'est un des documents centraux et universels de l'entreprise. Dans sa promotion de l'e-commerce les Nations Unies incluent en principe le monde financier (par exemple la distribution de fonds) mais n'a pas pour l'instant imposé de règles ou standards significatifs dans le monde financier
- 
- **SDDS** Special Data Dissemination Standard de l'IMF : en normalisant les définitions et les conditions de calcul des principales données macro-économiques, l'IMF permet d'accroître la qualité des comparaisons macro-économiques qui vont guider les choix des principaux acteurs (investisseurs, émetteurs, CIB, fonds d'investissement). « SDDS was established by IMF to guide members that have, or that might seek, access to international capital market in the provision of their economic and financial data to the public. Both GDDS and the SDDS are expected to enhance the availability of timely and comprehensive statistics and therefore contribute to the pursuit of sound macro-economic policies. The SDDS is also expected ***to contribute to the improved functioning of financial markets*** »<sup>551</sup> (*nous soulignons*). Par amélioration du fonctionnement des marchés nous pouvons supposer que pour l'IMF il s'agit de la baisse des coûts de production, des coûts de transaction et des asymétries d'informations préjudiciables aux équilibres optimum.
- 
- **IAS et IFRS** International Accounting Standards. La nature centrale de ce type d'institution ne semble plus faire débat. Un consensus existe pour reconnaître le rôle central du partage de règles comptables dans le développement du capitalisme depuis la fin du moyen-âge.
- 
- **PMPG** Payments Market Practice Group est un groupe de travail (advisory group) de SWIFT. Même sur ce thème apparemment simple et transparent, un paiement, les différences nationales sont importantes. Comment après des millénaires de pratiques monétaires la technique, y compris la technique juridique, du paiement peut-elle être encore discutée ? « Proposes market practices harmonisation accros regions...and alignment of opinions »<sup>552</sup>. Oui, car il y a bien des opinions (au sens bachelardien) dans le monde des paiements. Rappelons-nous simplement le débat

---

<sup>551</sup> Source : [www.DSBB.IMF.org](http://www.DSBB.IMF.org) Dissemination Standards Bulletin Board - IMF

<sup>552</sup> Source : [www.SWIFT.com](http://www.SWIFT.com)

sans fin sur la date de transfert de la propriété : article 1583 du code civil<sup>553</sup> (Code Napoléon) contre les usages anglo-saxons.

- 
- **ICMA** L'International Capital Market Association assure la définition des règles internationales du marché des titres internationaux, et nationaux pour les contreparties qui adhèrent volontairement à ces règles. L'ICMA est de fait le plus important régulateur financier de la planète, même si son nom est bien moins cité que la SEC américaines ou le FSA du Royaume Uni. L'association compte 400 membres, les plus importantes CIB mondiales, dans 50 pays et est de fait le régulateur technique du marché OTC. On lui doit par exemple<sup>554</sup> la règle du T+3 pour la périodicité de dénouement, règle souvent prise pour universelle et ancienne alors qu'elle est récente et purement anglo-saxonne (l'Allemagne étant T+2, et la France ayant avant sa conversion à T+3 un marché à règlement mensuel très complexe à options). Toutes les règles sont diffusées mondialement dans un « rule book » mis à jour annuellement qui devient la loi des parties. L'association assure également la gestion du contrat de base pour l'essentiel des opérations de pension dans le monde : le GMRA (Global Master Repurchase Agreement). Ce rôle dans la standardisation de la documentation légale-contractuelle des contrats de REPO en fait une entité qui dit plus que la règle, presque le droit. C'est pourquoi ce type d'entité est parfois appelé « soft regulator » car l'aspect international de cette réglementation même si elle s'impose de fait aux acteurs du marché ne repose sur aucune base légale nationale. L'ICMA définit très généralement (principes) et très précisément (procédures) les règles du jeu: « when engaging in transactions in international securities under the Association's rules and recommendations members of the Association must comply with the just and equitable principle of business or trade and must observe good market practices. Members are expected to apply the highest standards of professional integrity to all business dealing. Breaches or contraventions of the Association's rules are covered of article 5-2 of the statutes”. Ce dernier article précise que “in the event of a breach or contravention by a member of these statutes or any rules which are in force or enacted from time to time by the Association, or in the event of a member causing substantial damage to the Association , such member may be subject to disciplinary sanctions including but not limited to reprimands, fines , suspension or loss of membership<sup>555</sup>” (soit de fait une exclusion du marché pour l'opérateur ne se pliant pas à ses règles). Pas de différence fondamentale donc entre régulateur public et privé quant aux moyens d'action (sauf bien sûr pour le cas des poursuites personnelles).
- 
- **ISDA**<sup>556</sup> Créée en 1985, l'International Swaps and Derivatives Association est l'équivalent de ce que l'ICMA représente pour les titres mais pour le monde des contrats de swaps et des dérivés OTC. Elle comptait 830 membres dans 59 pays en 2011. En plus de dire les règles générales sur les transactions de contrats

---

<sup>553</sup> « une vente est faite dès que l'on est d'accord sur la chose et le prix ... »

<sup>554</sup> En fait à son ancêtre ISMA (ICMA est le résultat de la fusion en 2005 de ISMA et IPMA créée en 1984) qui la tenait elle-même de son prédécesseur l'AIBD née en 1969 qui change son nom en 1992 en ISMA. En 2009 son produit phare de matching est vendu à Euroclear Bank. Le fabricant de normes abandonne ainsi tout rôle opérationnel, matching des trades, pour se concentrer sur les règles et sa standardisation.

<sup>555</sup> ISMA. Statutes, by-laws, rules and recommendations. Version 1998.

<sup>556</sup> Source [www.isda.org](http://www.isda.org)



l'association a mis beaucoup d'emphasis sur la gestion du risque. L'ISDA maintient pour le compte de la communauté financière un Master Agreement (les contrats cadres) pour les SWAPs et les Credit Default Swaps. Le mécanisme de résiliation et de compensation (close-out netting) qui donne droit de résilier (close-out) toutes les opérations en cours avec une contrepartie défaillante, puis de compenser les dettes et créances (netting) pour ne régler qu'un solde net (ainsi les flux bruts ne tombent pas dans le processus de liquidation d'une éventuelle faillite) est pour les participants du marché une des plus grandes avancées juridiques, qui de plus permet une réduction significative des exigences en fonds propres. Ces règles du jeu ISDA appliquées aux contrats OTC sont pourtant contraires à certains droits de la faillite.

- 
- **ISITC** International Securities Association for Institutional Trade Communication. "Was founded in 1991 by a group of financial industry leaders and competitors who all believed in the benefit of facilitating of Straight Through Processing among custodian banks, investment managers and broker-dealers<sup>557</sup>". En fait, au départ, exclusivement par les grands acteurs du marché US (ils ont publié un très utile « North America market practices documents » qui résume les spécificités procédurales, culturelles, du marché US).
- 
- **XBRL** Extensible Business Reporting Language. Depuis 1998 un groupe sans but lucratif de plus de 650 organisations constituées en consortium, de régulateurs, grandes entreprises, agences gouvernementales et vendeurs de logiciels. Il s'agit, en particulier, de donner un format électronique mondial commun (en syntaxe xml) au reporting IFRS. XBRL est aussi une des recommandations techniques de Bâle III. Cette norme est déjà utilisée par les banques françaises pour leur reporting périodique à la banque centrale. Il est à noter que si la coordination générale est centralisée aux USA, des entités de coordination régionales (EU) ont dû être créées pour faciliter les déploiements locaux de la norme et la prise en compte des taxonomies locales (c'est-à-dire nationales).
- 
- **EPC** European Payments Council. "EPC is the decision and coordination body of the European banking industry in relation to payments. The EPC develops the payment schemes and frameworks which helped to realize SEPA<sup>558</sup>".
- 
- **BIAN** Banking Industry Architecture Network. Le but de cette association est de promouvoir l'interopérabilité bancaire dans tous les domaines d'activité des banques commerciales ou d'investissement, et donc l'activité du marché financier. En particulier en fournissant des modèles universels de données « The BIAN model is a service oriented architecture – contrairement à SWIFT ou IFX orientés messages - with a consistent services definition, level of details and boundaries. This makes it easier to choose and integrate commercially available products of different vendors<sup>559</sup> ». Il s'agit donc de rendre produits et processus compatibles en particulier pour les processus automatisés.

---

<sup>557</sup> Source [www.ISITC.org](http://www.ISITC.org)

<sup>558</sup> Source [www.europeanpaymentscouncil.eu](http://www.europeanpaymentscouncil.eu)

<sup>559</sup> Source [www.BIAN.org](http://www.BIAN.org) Par « product » il s'agit ici de module logiciel

- **IFX** Créé en 1997 et fort d'une trentaine de membres, Interactive Financial Exchange Forum prétend avoir pour vocation la création d'un référentiel universel de données pour toute l'activité financière sous la forme d'un open standard. En 2011, l'activité semble cependant réduite à l'activité de la banque commerciale et retail et ne semble pas s'être attaquée sérieusement au monde des marchés financiers<sup>560</sup>.
- **GIPS** Global Investment Performance Standard. Il est très complexe de comparer des performances de gestion de portefeuille. Surtout si l'analyse et l'attribution (l'origine) différent. Quel est le rôle du change (FX), des frais, de l'intention de gestion, des risques et de la volatilité dans la performance finalement fournie à l'investisseur. C'est ce que propose de faire la norme GIPS. Comparer des choses comparables : en d'autres termes donner quelques règles universelles de valorisation d'actifs en gestion. Suivre ces règles doit pouvoir donner à l'investisseur plus de confiance dans son gérant de portefeuille.
- **COPC** Customer Operations Performance Center<sup>561</sup>. Cette société repousse encore les limites de la logique de standardisation et de certification. Elle prétend apprendre aux entreprises, y compris celles qui participent à la chaîne d'intermédiation financière, comment traiter sa relation client et faire certifier ses pratiques de relation client face aux « meilleurs pratiques » : les standards propriétaires COPC. CITI Bank est, par exemple, client de COPC. C'est dire combien cette entreprise inconnue du grand public pèse sur l'organisation générale de la production financière. Cette tendance managériale est très significative d'un profond bouleversement : elle pourrait dire que la qualité de la direction d'une organisation s'évalue plus dans la compréhension et la mise en place d'un standard que dans sa capacité d'innovation et de gestion du changement. Le thème est toujours le même : rassurer le client à distance pour le commerce au loin. Ce constat semble renforcer les analyses de l'isomorphisme institutionnel initiées par Di Maggio: gagner en légitimité et en crédibilité par mimétisme procédural.
- **Bureau Veritas** : Les services globaux rendus par cette société, leader de son marché, ne sont que de la réduction d'asymétrie (TUV en Allemagne exerce le même rôle global avec une taille plus réduite – 16.000 salariés - : voir [www.tuv.com](http://www.tuv.com) ). L'exemple est archétypal de ce que nous essayons d'illustrer. Cette grande entreprise française opérant sur le marché global n'est pas une agence de normalisation, mais de certification (comme de très nombreuse organisation du même type dans le monde). C'est-à-dire d'analyse de conformité entre des attentes sous-jacentes à une demande et une offre de biens ou services. Bureau Veritas a pour métier principal de confirmer la cohérence de n'importe quel objet ou processus avec un référentiel ou une norme quelconque. Veritas a donc pour but, comme tierce partie, de vérifier la conformité d'un produit ou d'un processus par rapport à des spécifications. En d'autres termes de réduire l'asymétrie d'information entre vendeur et acheteur. Fondée à Anvers en 1828 pour « connaître

---

<sup>560</sup> Source [www.ifxforum.org](http://www.ifxforum.org)

<sup>561</sup> Source : [www.copc.com](http://www.copc.com)

le degré de confiance accordé aux navires et à leurs équipements<sup>562</sup> » pour le compte des assurances maritimes. Veritas invente alors la notation du risque, produit qui aura le siècle suivant un immense succès dans le monde financier (1/3, 2/3, 3/3 sera utilisé comme rating Veritas). Au fil des ans le périmètre de processus ou de produits en recherche de conformité devient tel que l'entreprise a été introduite en bourse en Octobre 2007. Elle comptait en 2011 plus de 52.000 salariés. 52.000 salariés dont la fonction est d'agir, répétons-le, en counteracting institution et de supprimer, ou au moins réduire, les asymétries d'Akerlof étudiées pour les Lemons. Il convient de noter que pour Akerlof lui-même, dans la fin de son article, ces fournisseurs de service de certification détruisent la validité concrète, pas théorique, de ses hypothèses et de ses calculs (les mauvaises voitures ne chassent plus les bonnes si des experts en évaluent et en certifient l'état à chaque transaction). On peut observer, la presse professionnelle s'en fait l'écho, que ce mouvement de certification de tous produits et processus s'étend rapidement à la vie quotidienne où les recherches formelles de conformité de toutes natures deviennent une charge quotidienne significative pour les citoyens, les entreprises et les administrations des pays riches.



---

<sup>562</sup> Source : [www.bureauveritas.fr](http://www.bureauveritas.fr)

## ***Table des sigles utilisés***

AGC Association of Global Custodian  
AMF Autorité des Marchés Financiers  
AUC, AUM, AUA: les 3 A de l'industrie. Asset Under Custody, Management, Administration  
BCBS Basel Committee on Banking Supervision  
BIS Bank for International Settlement  
Bp basis point soit 0,01%, unité de compte (marges, spreads) généralement utilisée par les acteurs du marché.  
CCP Central counterparty (offre de contrepartie centrale, ne se confond pas avec l'offre de netting)  
CMMI Capacity Maturity Model Integration  
CSD Central Securities depository  
CPSS Committee on Payments and Settlement Systems de la BIS  
CRA Credit rating agencies  
DB/DC defined benefits et defined contribution.  
ECB European Central Bank  
EFAMA European Fund and Asset Management Association  
EGMI EU-Expert Group on Market Infrastructures  
ESMA European Securities and Markets Authority (successeur le 1 janvier 2011 du CESR)  
EU-IM European Union – Internal Market  
**FAPS** Financial Assets Production System: nom que nous donnons aux organisations et aux institutions qui produisent la réalisation comptable, la matérialité, d'un actif financier.  
FED Federal Reserve  
FESE Federation of European Stock Exchange  
FIS Financial Information Services  
FIX Financial Information Exchange (standard)  
FMI Financial market infrastructures  
FpML Financial products Mark up Language (standard)  
FSA Financial Services Authority  
HCCH Hague Convention  
HFT High Frequency Trading  
ICC International Chamber of Commerce World Business Organisation  
ICMA International Capital Markets Association (ex ISMA et IPMA)  
ICMSA International Capital Market Services Association  
IFRS et GAAP International Financial Reporting Standard, Generally Accepted Accounting Principles  
IMF International Monetary Fund  
ISDA International Swaps and Derivatives Association  
ISLA International Securities Lending Association  
ISO International Organisation for Standardisation.  
ITIL Information Technology Infrastructure Library  
LSS Lean-six-sigma  
OECD Organisation for Economic Cooperation and Development  
SSS Securities Settlement Systems  
SWIFT Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication  
TA Transfer Agent  
TER Total Expense Ratio, total management and administrative fees paid by fund investor  
TR Trade repository

UCITS Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities  
UNDP United Nations Development Program  
WB World Bank  
WEF World Economic Forum (Davos)  
WFE World Federation of Exchanges  
XBRL Business Reporting Standard basé sur XML Extended Mark-up Language  
20022, 15022, UNIFI : ISO standards for capital markets

Nb : nous utilisons les vocables et sigles anglais pour désigner des processus, des organisations ou des produits et tenter d'éviter de fréquentes ambiguïtés : exemple IMF (International Monetary Fund) et FMI (Financial Market Infrastructures). Les mêmes mots ou acronymes en français n'ayant d'ailleurs pas toujours d'équivalent clairement accepté par la communauté des auteurs francophones. Il nous semble que la communauté anglophone a un consensus plus élargi sur la signification du vocabulaire de marché tout en ayant moins de rigueur dans leur définition.

**Exemples :** prime brokerage et support à la gestion alternative, le matching et l'appariement, hedge funds et fonds alternatifs, monoline et garantie financière, dématérialisation et immobilisation<sup>563</sup>, trading venue et marché, securities services et services titres<sup>564</sup>. Ce dernier terme est l'archétype du faux ami de traduction et demeure un cas étonnant d'absence de traduction française d'une fonction centrale du marché.

ΩΩΩ

---

<sup>563</sup> Un cas intellectuellement intéressant avec les Jumbo certificates (détenus sous forme physique du papier chez un common depositary) qui ne peuvent circuler que par inscription en compte et accroissent l'ambiguïté des traductions.

<sup>564</sup> Qui nous semble, en effet, le contresens possible de traduction le plus fréquent et le plus flagrant : curieusement cette activité qui emploie une centaine de milliers de personnes dans le monde n'a pas de nom équivalent en français (le service au portefeuille n'est qu'un sous-ensemble du « securities services ») !

## ***Table des illustrations***

Figure 1 Automatisation et Technique de distribution des fonds en Amérique, Asie et Europe. ....	18
Figure 2 L'approche verticale orientée exécution. Source PL. ....	28
Figure 3 L'approche horizontale orientée production. Source P.Lichterowicz. ...	29
Figure 4 Actif financier : intermédiation, frictions ou production ? Source PLichterowicz. ....	40
Figure 5 Schéma général : les quatre bilans de base avant l'intégration des véhicules. Source PL. ....	42
Figure 6 Arrangement de producteurs de crédit. Source PL. ....	44
Figure 7 Désirabilité de l'actif et matérialisation par les FAPS. Source PL. ....	46
Figure 8 Schéma général simplifié de la relation actif/passif entre émetteur et investisseur. Source PL. ....	59
Figure 9 Confiance et asymétrie d'information. Source PL. ....	65
Figure 10 Production de l'écriture de crédit. Source PL. ....	74
Figure 11 Périodisation de Williamson : du fait culturel à l'allocation. Source O.Williamson. ....	92
Figure 12 Economics, finance et culture. Un sujet académique. Nombre d'articles traitant de finance et culture. Source CH.Reuter. ....	95
Figure 13 Les nombreuses possibilités d'approches culturelles. Source PL. ....	107
Figure 14 La culture entre le savoir et l'action pour D.North. Source D. North Shared mental models: Ideologies and Institutions. Page 8, 1993. ....	108
Figure 15 Un cas concret de conformité bancaire à plusieurs normes techniques. Source PL. ....	158
Figure 16 La vision verticale des marchés illustrée par le cercle des messages ISO 15022. ....	170
Figure 17 Davos et la vision des interactions majeures. Source WEF 2011. ....	173

Figure 18 Le système de production d'actif financier. Comment un actif pointe-t-il sur un passif. Source PL ..... 186

Figure 19 Comment être sûr que l'investisseur détient bien une écriture chez l'émetteur. Source PL ..... 187

**ΩΩΩ**