

# ETAT D'AVANCEMENT – PREMIERE ANNEE DE DOCTORAT

---

*Camille Galibert*

*Comité de thèse – 6 Juillet 2009*

La consolidation mondiale des marchés financiers est inévitable dans un monde préoccupé toujours plus par la mondialisation et les échanges de flux (personnes, services, marchandises, capitaux). Le rapprochement entre le New York Stock Exchange (NYSE) et Euronext a été au cœur de toutes les discussions en 2007. Puis le Chicago Mercantile Exchange (CME) et le Chicago Board Of Trade (CBOT) ont fusionné, créant ainsi le CME Group, le marché organisé de produits dérivés le plus grand et le plus diversifié du monde.

Au vu des différentes recherches menées sur l'intégration mondiale des marchés financiers, il est intéressant de souligner que les rapprochements des places financières ont été étudiés de manière quantitative : systèmes d'intégration financière, d'accroissement de la liquidité, etc.

Ainsi, l'idée est de mettre l'accent sur la fusion des places financières du point de vue des gestionnaires, à travers une analyse qualitative. Le groupe NYSE Euronext constitue un sujet d'étude intéressant au vu de ses particularités : bourse transatlantique, fusion en 2007, ...

Les recherches de ces derniers mois se sont donc concentrées sur les différents aspects de la fusion de bourses et ont permis de redéfinir plus précisément la problématique.

En parallèle, les notions de méthodologie qualitative ont été approfondies.



CENTRE DE RECHERCHE  
SUR LE MANAGEMENT ET LES MARCHÉS

## Travail effectué durant les premiers mois de recherche

### ► Notion d'intégration des marchés

Les raisons de l'intégration des marchés sont multiples : la démutualisation, la globalisation financière, l'intermédiation financière, la mise en place en Europe de la directive des Marchés d'Instruments Financiers (MIF), la volonté de réduire les coûts de transaction et de créer des économies d'échelles, la recherche de la stabilité systémique, etc.

En effet, le principe de l'intégration financière est de supprimer les barrières à la libre circulation des capitaux et d'augmenter la liberté des prestations de services financiers. Le degré d'intégration se mesure donc en fonction de l'homogénéisation des caractéristiques des différents marchés, des conditions d'accès, des règles de droit, des normes comptables.

Un des freins de l'intégration financière est la législation. Les différentes entités doivent être soumises aux mêmes règles et cela implique, par conséquent, la construction d'un cadre réglementaire commun. Cette homogénéisation doit également inclure les organes de surveillance. Ainsi les échanges entre les différents organismes doivent augmenter, notamment en période de crise.

Néanmoins, l'intégration financière ne possède pas que des avantages et peut même affecter l'offre de crédit de manière négative ; la concentration des organismes bancaires entrave l'efficacité des marchés. De plus, ce mécanisme entraîne la naissance de sociétés regroupant plusieurs activités financières et ce dans différents pays, accentuant la crainte du risque systémique.

L'intégration financière est importante à étudier pour la consolidation des bourses ; elle entraîne en effet une meilleure diversification des risques en permettant aux investisseurs d'opérer plus facilement dans d'autres pays, favorisant la circulation des capitaux, améliorant la liquidité et en augmentant la concurrence.

### ► Impact de l'Union Européenne sur l'intégration des marchés

L'intégration financière en Europe trouve son origine dans la construction d'un marché unique européen et a toujours été au cœur des préoccupations des autorités européennes. Le traité de Rome en 1957 crée dans un premier temps la Communauté Economique Européenne (CEE) qui facilite, entre autres, l'échange de capitaux entre les pays ayant ratifié le traité. Lors de la signature du traité de Maastricht en 1992, la CEE devient alors la Communauté Européenne et apporte de nouvelles libertés à l'économie : abolition des droits de douanes, libre circulation des marchandises, etc. L'achèvement du marché unique dans les années 1990 et le lancement de l'euro en 2000 ont donné une impulsion à l'intégration des marchés financiers.

Deux plans d'actions ont alors été confiés aux soins de la Commission Européenne :

- le Plan d'Action sur les Services Financiers (PASF) (arrêté en 1999)
- le Plan d'Action sur le Capital-Investissement (PACI) (arrêté en 1998)

En Europe l'intégration financière est annoncée comme une orientation stratégique de la Banque Centrale Européenne (BCE) de part son impact sur la croissance et l'économie réelle.

### ► Les enjeux de l'intégration des marchés

#### ▪ Diversification des risques

La corrélation des marchés a de fortes conséquences sur la gestion de portefeuilles. En effet, la construction d'un portefeuille international a de multiples avantages, notamment en ce qui concerne la diversification du risque ; les bourses évoluent en fonction de leur contexte géographique (leur nationalité, l'économie domestique, les organes régulateurs, etc.). Ainsi, acquérir des titres sur des places financières différentes permet de diminuer certains risques, tels que le risque politique.

Une analyse de R. D'Ecclesia & Mauro Costantini se concentre sur les corrélations entre les marchés du Canada, du Japon, du Royaume-Uni et des Etats-Unis en analysant les tendances et les cycles communs. Elle s'appuie, entre autres, sur le principe que plus l'intégration mondiale des marchés est importante et moins il y a de bénéfices à tirer de la diversification internationale de portefeuilles, étant donné que la corrélation entre les marchés participant à ce phénomène est accrue. Il est mis en évidence que les grands événements internationaux influencent les marchés de manière ponctuelle, tandis que l'étude sur le long terme permet d'attester que les bourses suivent les grandes tendances de leur économie domestique. Il est de plus souligné l'impact des marchés américains sur tous les acteurs mondiaux, faisant ainsi de lui un initiateur de tendances. De fait, à long terme, la diversification des risques par l'acquisition d'un portefeuille de titres internationaux est envisageable et profitable aux investisseurs.

L'impact de la corrélation des marchés sur la reconfiguration du paysage boursier est évident. De part leurs rapprochements, les places financières tendent à créer un espace international dans lequel les économies domestiques ont moins d'influence. La diversification des risques dans un portefeuille de titres internationaux est alors à définir à nouveau.

#### ▪ Théorie de l'habitat préféré

Alors qu'avant les marchés domestiques étaient privilégiés par les investisseurs, on constate actuellement que les opérations ne sont plus motivées par l'unique aspect géographique. Comme développé précédemment, dans un souci de diversification accrue du risque, les investisseurs tendent à construire un portefeuille international. Mais d'autres caractéristiques entrent en compte.

En analysant les marchés des taux d'intérêts, la théorie de l'habitat préféré développée par Modigliani et Sutch met en évidence le concept suivant : les prêteurs et emprunteurs ont des préférences spécifiques en termes d'horizon, mais il existe des arbitragistes qui acceptent de sortir de leur habitat préféré lorsque les taux offrent des primes alléchantes. La mise en place de la loi Sarbanes-Oxley suite à l'affaire ENRON aux Etats-Unis, par exemple, a favorisé une fuite des capitaux des marchés américains au profit des marchés

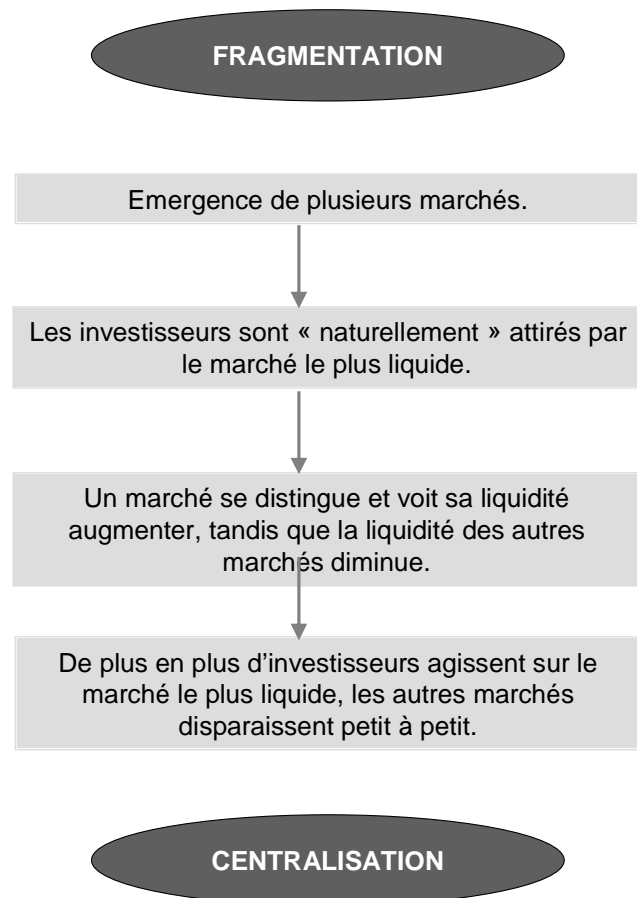
européens. Lors des négociations entre Euronext et le NYSE l'extra territorialité de cette loi constituait un enjeu important.

Ainsi, les investisseurs préféreront quitter leur marché domestique si les conditions d'autres places financières leur conviennent davantage, qu'il s'agisse de primes de risque ou de cadre juridique moins contraignant. De fait, le rapprochement de places financières, en lissant les disparités, permet d'atténuer la notion d'habitat préféré.

### ► Principe de fragmentation des marchés

La distinction entre un marché fragmenté et un marché centralisé résulte de la répartition des ordres passés. Un marché est dit consolidé lorsque tous les ordres sont exécutés sur la même place boursière, et un marché est dit fragmenté lorsque les ordres sont décomposés et passés sur différentes places financières. Ainsi, la fragmentation des marchés est le résultat d'un manque d'informations sur la totalité des ordres passés, et entraîne un possible manque à gagner ou, du moins, des transactions ne s'opérant pas dans le meilleur contexte.

Une analyse a été menée par H. Mendelson ("Consolidation, Fragmentation, and Market Performance") afin d'évaluer les avantages (ou inconvénients) de la consolidation d'un point de vue financier. En effet, le coût qu'engendre le manque d'informations des ordres passés (dans le cas de la fragmentation) est-il inférieur ou supérieur aux coûts engendrés par la consolidation des marchés ? Concentrer les opérations sur une seule et unique place implique la mise en place d'outils et de technologies facilitant la communication et rendant possible le passage de la totalité des ordres. H. Mendelson a analysé l'impact de la consolidation en utilisant deux modèles de la microstructure des marchés représentant deux approches différentes de l'exécution d'ordres : via une chambre de compensation et via des opérateurs de marché.



*De la fragmentation à la centralisation*

Ainsi, en se concentrant sur le cas de la chambre de compensation, l'article fait ressortir plusieurs points :

		Chambre de compensation	
		Marchés fragmentés	Marchés consolidés
P E R F O M A N C E	<b>Quantité négociée attendue</b>	La quantité attendue négociée est une fonction décroissante du nombre de marchés en présence.	
	<b>Variance du prix (trader individuel)</b>	La variance du prix est une fonction croissante du nombre de marchés en présence.	
	<b>Qualité des signaux de prix envoyés</b>	La qualité des signaux envoyés est une fonction décroissante du nombre de marchés en présence.	
	<b>Gains attendus</b>	La fonction représentant les gains attendus est une fonction décroissante du nombre de marchés en présence.	
	<b>Coûts</b>	Les coûts engendrés par la mise en place des outils de communication adéquats pour la consolidation sont supérieurs aux dépenses liées à un marché fragmenté.	

*Marchés fragmentés et consolidés*

Depuis, différentes études ont démontré les inconvénients des marchés fragmentés, notamment la difficulté de respecter la règle de la priorité temporelle, c'est-à-dire que les ordres sont exécutés sur les marchés qui ont offert le meilleur prix en premier. Le manque de communication entre les différents marchés entraîne l'impossibilité de certifier qu'au même moment, sur un autre marché, un meilleur prix n'existe pas. La SEC elle-même a appelé tous les acteurs à trouver des solutions contre la fragmentation au début des années 2000. H. R. Stoll met l'accent en 2001 sur la nécessité d'augmenter, non pas le système de passage d'ordres entre les marchés, mais la transparence des informations. En outre, la règle de « time/price priority » n'est pas évidente, car cela contraint les opérateurs à ne pas tenir compte des autres éléments (par exemple la quantité des ordres passés).

► **L'impact des nouvelles technologies**

Les dix dernières années ont été marquées par de forts changements sur les marchés financiers. Beaucoup de ces évolutions résultent des nouvelles technologies qui ont transformé le fonctionnement des places boursières, notamment le passage à la cotation assistée par ordinateur.

La thèse énoncée par H.R. Stoll (“Future of securities Markets: Competition or Consolidation ?”, 2008) est la suivante : la compétition est plus importante aujourd’hui qu’elle ne l’a jamais été, car les forces en présence ont toutes un allié de taille : la technologie.

Plusieurs raisons sont énoncées pour argumenter l’augmentation de la compétition au sein des marchés financiers en raison de l’utilisation des nouvelles technologies (notamment la cotation assistée par ordinateur). La révolution technologique dans le cadre de la finance a tout d’abord permis une transparence accrue des informations et des échanges sur les marchés financiers. Ensuite, la cotation assistée par ordinateur a entraîné une réduction des coûts de transactions en facilitant les opérations sur les marchés alternatifs, rendant ainsi accessible un plus grand nombre de places. En effet, il devint plus facile pour un nouvel entrant de faire sa place, étant donné que les coûts d’investissement furent amoindris (il n’est plus nécessaire de posséder un parquet pour organiser un échange à la criée). En outre les relations entre les clients et les brokers ont évolué : face à la croissance de l’accès à l’information, les clients peuvent à présent passer eux-mêmes des ordres, même sophistiqués, devenant ainsi à leur tour des « brokers temporaires ». De plus, de nouvelles réglementations abondent dans le sens d’une compétitivité accrue. Enfin, les plus importants investisseurs sont capables de faire face à de nouveaux entrants et peuvent, eux aussi, agir sur les places financières si nécessaire.

La consolidation des marchés entraîne l’affaiblissement des petites places territoriales basées sur le principe même de la communication en face-à-face. En outre, les nouvelles technologies permettent l’émergence de nouveaux marchés de niches.

► **La différence entre le système européen (« bank based ») et le système américain (« market based »)**

Le livre blanc sur la politique des services financiers 2005-2010 a permis de définir la politique de l’Union Européenne dans le domaine des services financiers de 2005 à 2010 : créer le meilleur cadre financier du monde (coûts financiers moins élevés, meilleures retraites, produits financiers de détail moins chers et plus sûrs...).

Tout au long de ce livret blanc, tout comme dans l’article d’A. Cartapanis (“La politique des services financiers de la Commission et l’architecture du système financier européen”), il est mis en évidence la différence entre le système européen (empreint d’intermédiation bancaire) et le système américain, plus axé sur les marchés financiers. Le rôle des banques dans le système financier européen est primordial. De plus les systèmes financiers européens sont trop disparates, ils manquent encore d’uniformité en ce qui concerne, entre autres, le système juridique, les réglementations, la gouvernance d’entreprise, la transparence, la liquidité, etc. Alors que la Commission Européenne met l’accent sur la nécessité d’évoluer d’un marché « bank based » vers un marché « market based », A. Cartapanis soutient que la modernisation des services financiers en Europe ne nécessite pas une transformation radicale des systèmes financiers nationaux. En effet il voit dans les intermédiaires financiers des avantages non négligeables : instaurant une relation de confiance, offrant un service sur mesure en fonction de leurs clients, facilitant l’accès à l’information, etc. Ainsi, il serait impossible de démontrer la supériorité d’un système « market based » sur un système « bank based ».

La littérature à ce sujet est vaste, mais la question suscitée, dans le cadre de la thèse, et d'analyser comment est perçue la modernisation des services financiers par les gestionnaires.

L'impact de l'intermédiation bancaire a un fort impact sur l'intégration financière et joue un rôle non négligeable dans le travail des gestionnaires.

### ► World Federation Exchanges

La WFE est une association de 51 marchés régulés à travers le monde. Elle a pour but de développer et promouvoir les normes sur les marchés réglementés. Les membres respectent des critères très précis en termes de réglementation et de transparence, afin de permettre aux investisseurs d'opérer dans de bonnes conditions. Ainsi, en étudiant la reconfiguration internationale des marchés financiers, se concentrer sur les bourses membres de la WFE permet d'obtenir un groupe d'entités qui agissent avec des objectifs communs pour le bon fonctionnement des marchés.

Les statistiques calculées et les analyses réalisées par la WFE permettent d'avoir une base de données intéressante et de placer les bourses dans un contexte international.

### ► Création d'une bourse paneuropéenne Euronext

La bourse d'Amsterdam a été créée au début du XVII<sup>ème</sup> siècle, ce qui fait de cette place financière la plus ancienne au monde. Au début se négociaient seulement des actions, puis des options, en 1622 s'est ouverte la bourse des matières premières, enfin un marché de produits dérivés a été mis en place en 1978. La structure résultant de la fusion de ces entités s'appelle alors **Amsterdam Exchanges**.

En France, la bourse de Lyon a été créée en 1540. Les négociations sont effectuées par des Agents de Change. La bourse de Paris quant à elle voit le jour bien plus tard en 1724 et le Parquet, lieu réservé aux Agents de Change opérant à la criée, ouvre en 1774. Après une période tumultueuse due à la révolution française les Agents de Change reprennent leurs opérations dès 1802. Les bourses régionales (Lyon, Bordeaux, Marseille, Lille, Nantes, Nancy, Toulouse) se développent et à la fin des années 1960 une compagnie nationale unique des Agents de Change regroupe les acteurs des sept places locales. Le Marché A Terme d'Instruments Financiers (MATIF) est ouvert en 1986 et le Marché des Options Négociables de Paris (MONEP) en 1987. La Compagnie des Agents de Change est dissoute en 1988 au profit de la Société des Bourses Françaises (SBF). Le 1<sup>er</sup> juin 1999, la SBF, le MATIF SA, le MONEP SA et la Société du Nouveau marché fusionnent et créent ainsi **ParisBourseSBF SA**.

La bourse de Bruxelles a été créée en 1801 alors que la Belgique était encore sous le régime français. En 1999 naît **Brussels Exchanges**, une entreprise de marchés regroupant le BELgian Futures and Options eXchange (Belfox), la bourse de Bruxelles et la Caisse Interprofessionnelle de dépôts et de virements de titres (CIK).

La bourse de Lisbonne a été créée le 1<sup>er</sup> janvier 1769 et la bourse de Porto voit le jour un siècle plus tard. Elles deviennent des associations le 22 janvier 1992 (pour Porto) et le 25 mars 1992 (pour Lisbonne) avant de se spécialiser : Lisbonne dans les marchés au comptant et Porto dans les marchés dérivés. Finalement, le 10 février 2000 les deux places fusionnent sous le nom de **Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP)**.

Le **Liffe** a été créé en 1982 et constitue le marché dérivé de la bourse londonienne. Il a fusionné en 1992 avec le London Traded Options Market (LTOM), marché d'options négociables, puis en 1996 avec le London Commodity Exchange (LCE), marchés des dérivés de matières premières.

Le 22 septembre 2000, Amsterdam Exchanges, Brussels Exchanges et ParisBourse SA fusionnent afin de créer la première bourse paneuropéenne, **Euronext N.V.**, offrant ainsi un marché d'actions et de produits dans lequel sont également intégrées les opérations de compensation et de règlement-livraison. En janvier 2002, Euronext achète le Liffe et la consolidation se termine le 6 février 2002 avec le rapprochement de BVLP qui devient alors Euronext Lisbonne.

Quelques bases ont été posées très rapidement, par nécessité :

- une liste unique (l'admission à la cote s'effectue cependant sur une base locale et dans le respect du cadre réglementaire de la place choisie par l'émetteur),
- un socle technique avec une informatique intégrée solide,
- des indices communs ont été créés (Euronext 100...),
- concernant le système de négociation et de compensation, le système de la Bourse de Paris a été gardé,
- pour faciliter les règlements-livraisons a été mis en place le rapprochement des dépositaires centraux (Sicovam, CIK, Negicef et Euroclear).

Jean-François Théodore, lors des festivités autour de la création de cette première Bourse européenne s'est exprimé : « Ce n'est pas une nouvelle fusion, mais la première Bourse paneuropéenne offrant une solution complètement intégrée de trading et de règlement-livraison. Euronext accroîtra la liquidité, la transparence, et facilitera la fixation des prix grâce à la création d'un carnet d'ordre unique ».

#### ► Fusion entre NYSE et Euronext

Les négociations entre la bourse paneuropéenne et la bourse new-yorkaise ont débuté en 2006. Euronext hésitait alors entre le NYSE et la Deutsche Börse. Au vu des différentes propositions, c'est l'offre du NYSE qui l'a emporté sur le projet allemand.

La Bourse américaine bénéficie de la **technologie informatique** d'Euronext, reconnue comme étant la meilleure du monde. Cela lui a ainsi permis de rattraper son retard. NYSE Euronext a exploité l'effet de levier apporté par la réunion des ressources technologiques des deux entités pour maximiser les synergies significatives disponibles dans la distribution. En s'appuyant sur les ressources marketing et la clientèle déjà acquise d'Euronext en Europe et du NYSE aux Etats-Unis, le groupe peut développer la vente de nouveaux produits dans le domaine des dérivés.

En regroupant les canaux de distribution, les produits de chaque Bourse sont accessibles pour les clients de part et d'autre de l'Atlantique.

Les deux entités sont convenues d'une **gouvernance équilibrée**. NYSE a adopté la forme d'une holding américaine, dont les actions sont cotées sur Euronext Paris en euros et sur le New York Stock Exchange, en dollars. Son siège américain est situé à New York et son quartier général international à Paris et Amsterdam, avec Londres comme centre des activités dérivées. Les autres activités de groupe et locales sont maintenues dans tous les centres existants.

La mise en place des lois Sarbanes-Oxley à la suite de l'affaire ENRON a entraîné une forte perte d'attractivité des marchés financiers américains. La fusion d'Euronext avec le NYSE a ouvert les portes d'un **cadre juridique** plus facile pour les Américains. L'environnement juridique européen est marqué par l'absence d'une vraie loi cadre, la loi sur la sécurité financière étant trop légère. Cet aspect est accentué par la difficulté et la lenteur de notre droit. Le système juridique américain est beaucoup plus flexible et permet une plus grande réactivité dans un environnement qui évolue à grande vitesse.

La première cotation de la bourse transatlantique a eu lieu le 4 avril 2007.
--

## Reformulation de la problématique de thèse

**Analyse de l'impact, sur les gestionnaires, des rapprochements entre places financières : naissance d'une bourse transatlantique NYSE Euronext.**

1. Etudier la naissance du groupe NYSE Euronext sous l'angle de l'intégration des marchés, en liant la littérature financière et stratégique
  - Littérature financière → intégration des marchés
  - Littérature stratégique → cinq forces de M. Porter
  - Naissance de NYSE Euronext → communiqués de presse du groupe
  
2. Etudier les comportements des gestionnaires face à la concentration des marchés à travers des questionnaires et des entretiens : le questionnaire permettra de cibler les points à développer lors des entretiens.
  - changement des horaires
  - liquidité
  - prix des transactions
  - système de règlement livraison
  - réglementation (extra territorialité)
  - ...
  
3. Confrontation

## Calendrier Prévisionnel

### ► Eté 2009

- Finalisation du premier chapitre
- Matrice de M. Porter
- Constitution de la base de données de questionnaires

### ► 4<sup>ème</sup> trimestre 2009

- Elaboration du questionnaire et de la trame des entretiens
- Envoi du questionnaire
- Début des entretiens

### ► 1er semestre 2010

- Entretiens
- Rédaction de la seconde partie : analyse des résultats

### ► 2ème semestre 2010

- Confrontation des résultats avec l'étude préalable

## Références bibliographiques

- Baruch S., Karolyi G. A. and Lemmon M. L. (2007), “Multi-Market Trading and Liquidity: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, vol. 62, issue 5, p. 2169-2200.
- Bekaert G., Harvey C. R., Lundblad C. and Siegel S. (2007), “Global Growth Opportunities and Market Integration”, *Journal of Finance*, vol LXII, n°3, June, p. 1081-1137.
- Belal A. (2008), “La microstructure du marché d’actions et la dynamique du système électronique en continu : Application sur la bourse de Tunis”, Thèse de doctorat d’université.
- Cartapanis A. (2008), “La politique des services financiers de la Commission et l’architecture du système financier européen”, *Regards croisés sur l’économie*, N° 3, p. 177-184.
- Commission Européenne (2005), “Livret blanc : politique des services financiers 2005-2010”.
- D’Ecclesia R. L. and Costantini M. (2006), “Comovements and correlations in international stock markets”, *European Journal of Finance*, Sep/Oct, Vol. 12 Issue 6/7, p. 567-582.
- Dellas H. and Martin K. H. (2002), “Financial Development and the Sensitivity of Stock Markets to External Influences”, *Review of International Economics*, p. 125-538.
- Douhane A., Rocchi J.-M. and Sigwalt J., “Vademecum de la Bourse et des marchés financiers”, La Tribune et Arnaud Flanel Editions.
- Dubreuille S. (2002), “Une comparaison européenne des contrats à terme sur taux courts”, *Financial Markets and Portfolio Management*, May.

Guiso L., Jappelli T., Padula M. and Pagano M. (2004), “Financial market integration and economic growth in the EU”, *Economic Policy*, October, p. 523–577.

Hamon J. and Jacquillat B., “Que sais-je : la Bourse”, Puf.

Hamon J., Jacquillat B., Saint-Etienne C. (2007), “Consolidation mondiale des bourses, Rapport du Conseil d’Analyse Economique”.

Mendelson Haim (1987), “Consolidation, Fragmentation, and Market Performance”, *Journal of financial and quantitative analysis*, vol 22, n°2, p. 189-207.

Mendelson Morris, “The Eurobond and Capital Market Integration”, *Journal of Finance*, p. 110-126.

Miller T. and Pagano M. (2007), “Who Wants to Dance? Some Possible Exchange Partners”, *The Journal of Trading*, Spring.

Ogien D., “Pratique des marchés financiers”, Dunod.

P. Paillé, A. Mucchielli, “L’analyse qualitative en sciences humaines et sociales”.

Pagano M., Randl O., Röell A. and Zechner J. (2001), “What Makes Stock Exchanges Succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions”, *European Economic Review*, vol. 45, Issues 4, May, p. 770-782.

Pop A. (2008), “Le processus d’intégration financière en Europe : Quo Vadis ? ”, *Regards croisés sur l’économie*, N° 3, p. 45-53.

Spieser P., “La Bourse”, Vuibert.

Stoll H. R. (2001), “Market Fragmentation”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 57 Issue 4, Jul/Aug, p.16.

Stoll H. R. (2008), “Future of securities Markets: Competition or Consolidation?”,  
Financial Analysts Journal, Nov/Dec, p. 15-26.

Vernimmen P., “Finance d’Entreprise”, Dalloz

► **Sites internet**

- [www.cmegroup.com](http://www.cmegroup.com)
- [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
- [www.euronext.com](http://www.euronext.com)
- [www.europa.eu](http://www.europa.eu)
- [www.nyse.com](http://www.nyse.com)
- [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

► **Presse financière professionnelle**

- L’Agefi
- Le Figaro
- La Tribune
- Le Monde
- Les Echos