

# La Bourse de Londres : la concurrence aménagée

Anne CARON

Économiste, Bureau d'Informations et de Prévisions Économiques

**A**lors qu'à Paris, la création d'un statut élargi de contrepartiste sur actions et la liberté des courtages au 1<sup>er</sup> juillet 1989 traduisent la volonté de modernisation de la place française, les derniers développements à la Bourse de Londres semblent partiellement remettre en cause les ambitions affichées par les autorités boursières britanniques lors du Big Bang de 1986.

Dans le contexte haussier des années 80, la mise en concurrence des intervenants conjuguée à une haute transparence des opérations semblait la garantie la plus sûre de l'amélioration de la qualité de marché. Aujourd'hui, après le retournement de tendance et face aux rationalisations brutales en cours, un relatif aménagement de la libre concurrence apparaît nécessaire, au risque peut-être de favoriser un retour aux pratiques d'antan.

Afin de saisir l'efficacité opérationnelle du nouveau système de transactions à la Bourse de Londres, nous tenterons, à partir d'une mise en perspective historique, d'identifier les principales conséquences de la réforme du Big Bang pour les investisseurs, les intermédiaires financiers et le marché lui-même<sup>1</sup>.

## **LE STOCK EXCHANGE TRADITIONNEL : LA LOGIQUE DE LA STABILITÉ**

L'échange organisé de valeurs négociables date en Grande-Bretagne de la fin du xvii<sup>e</sup> siècle. À l'épo-

que, le Royal Exchange, créé près d'un siècle plus tôt par Thomas Gresham voit les premières transactions sur titres publics, actions de la Banque d'Angleterre, actions de la Compagnie des Indes et de la Mer du Sud.

Dès cette époque, l'importance des transactions et le degré de sophistication des marchés sont suffisants pour justifier l'émergence d'agents de change spécialisés<sup>2</sup>. À partir de 1820, les fondations institutionnelles et fonctionnelles du Stock Exchange traditionnel sont posées. L'autonomie des membres et la spécialisation des compétences en sont les principes dominants. Son organisation repose sur une structure proche de l'arrangement oligopolistique. Aussi, bien avant l'accélération du développement du capitalisme industriel au Royaume-Uni, en particulier, la législation sur le régime des sociétés anonymes (1855), l'institution boursière britannique a-t-elle acquis ses traits distinctifs.

### **Spécialisation des compétences et autonomie des membres**

Deux principes fondent le Stock Exchange traditionnel : d'une part, la spécialisation des compétences, c'est-à-dire la règle de la *single capacity* et d'autre part, l'autonomie des membres qui se concrétise par un statut juridique privé et un pouvoir auto-réglementaire.

Dès les origines, l'ensemble de la City bénéficie

151

<sup>1</sup>— Seuls les développements du marché secondaire de la Bourse de Londres sont analysés dans cet article.

<sup>2</sup>— Pour un historique complet de la Bourse de Londres se reporter à V. Morgan « *The Stock Exchange: its history and functions* » Elek Book London, 1969.

## LA BOURSE DE LONDRES

d'une grande indépendance vis-à-vis des pouvoirs publics. Aussi, le Stock Exchange est-il souverain dans la définition de son organisation qui repose sur une convention privée. S'il ne dispose d'aucun monopole légal, il a toujours détenu un quasi monopole de fait grâce en particulier au soutien de la Banque d'Angleterre qui lui réserve le très important marché des *gilts* (titres d'État).

Exclusivité britannique, la règle de la *single capacity* se traduit par la séparation stricte des compétences entre les deux catégories de membres : les *jobbers* et les *brokers*.

Le rôle des *jobbers* auxquels tout contact direct avec la clientèle est interdit, est de négocier les valeurs mobilières. Ce sont des marchands de titres. Ils proposent des cotations à l'achat et à la vente pour tous les titres dans lesquels ils sont spécialisés et sont tenus d'accepter toutes les opérations qui leur sont demandées à ces cours par les *brokers*. La différence entre les cours d'achat et de vente (*spread*) constitue l'essentiel de leur rémunération. Deux *jobbers* au moins doivent assurer le marché de chaque titre.

Les *brokers* sont des courtiers qui exécutent les ordres de la clientèle après avoir comparé les cotations respectives des *jobbers*. Ils n'ont pas le droit d'opérer pour leur propre compte. Leur seule rémunération provient des commissions perçues sur les transactions, déterminées à partir de barèmes fixes.

### Un arrangement oligopolistique

De par les principes définis ci-dessus — autonomie des membres et spécialisation des fonctions — l'exercice des transactions sur valeurs mobilières s'est fondé sur un arrangement proche de l'oligopole différencié tel qu'il peut être défini en économie industrielle : le partage du marché entre quelques firmes conjugué à un contrôle des prix et l'existence de barrières à l'entrée.

Pendant plus de deux siècles, la coïncidence des préférences des différents acteurs (firmes, investisseurs, pouvoirs publics) et des instruments mis en place offre au système les conditions d'une grande stabilité.

Les firmes, opérant sur le Stock Exchange, grâce au système des « clubs » auto-réglementés, mettent en place un certain nombre de barrières protectrices à l'entrée, en l'occurrence des conditions d'accès tant réglementaires qu'informelles. Ces barrières permettent de contrôler strictement

l'arrivée de nouveaux concurrents et de préserver l'identité de *private gentlemen's club* à laquelle le Stock Exchange est très attaché.

Par ailleurs, la spécialisation étroite des compétences conjuguée à la fixité des commissions permet aux firmes de bénéficier d'une relative sécurité des profits et d'exercer leur fonction à partir d'une base en capital restreinte. Grâce à une compétence réduite à la fonction d'agent, l'exposition au risque du *broker* est limitée alors que des barèmes de commissions relativement élevés lui procure des revenus substantiels.

Quant au *jobber*, la fonction de principal le soumet à un risque plus grand mais le fait que toutes les transactions lui soient proposées lui assure un courant d'affaires minimum et une bonne connaissance du marché.

Les autorités manifestent au Stock Exchange un soutien toujours renouvelé. Le *jobbing system* assure à la City une suprématie internationale, du moins jusqu'en 1914. Jusqu'à cette date, la Bourse de Londres offre le meilleur marché pour les transactions de valeurs hautement négociables. En effet, elle bénéficie des avantages du marché continu qui permet une grande liquidité des titres en comparaison avec les systèmes d'enchères concurrents. De plus, le pouvoir auto-réglementaire dont bénéficie le Stock Exchange permet à la Banque d'Angleterre de déléguer la lourde tâche de surveillance administrative et de se contenter des traditionnels *nods and winks* (acquiescements de têtes et clignements des yeux).

À l'intérieur de la Bourse, la compartimentation des fonctions permet une police aisée du système grâce à une bonne connaissance des membres entre eux. Enfin, la sécurité des profits conjuguée à la solidarité financière des intervenants minimise grandement le risque systémique.

Dernier élément de stabilité, les investisseurs, en majorité des investisseurs particuliers, bénéficient d'une forte protection. La spécialisation des fonctions évite les conflits d'intérêt. Les barrières à l'entrée maintiennent de relatifs standards de bonne conduite. Dans l'ensemble, si le client se voit facturer un taux administré, il peut avoir confiance dans le produit servi.

### La rupture du système

Le caractère oligopolistique du fonctionnement de la City, et en particulier du Stock Exchange, permet de répondre aux exigences des pouvoirs publics et

## LA BOURSE DE LONDRES

des épargnants individuels. Toutefois, il devient au cours des dernières années coûteux et inefficace, non seulement en termes d'allocation des ressources (inefficience statique) mais aussi en termes de développement de nouveaux produits et d'adaptation à de nouvelles contraintes (inefficience dynamique).

Le phénomène de l'institutionnalisation de l'épargne en Grande-Bretagne provoque la rupture de l'arrangement oligopolistique précédemment décrit. En effet, la substitution des institutionnels aux investisseurs individuels s'accompagne d'une évolution marquée des préférences des agents vers plus d'efficacité, en l'occurrence un moindre coût des transactions. Le prix du *jobbing system* (double marge de courtage du broker et du jobber conjuguée aux frais de timbre) est jugé exorbitant par les institutionnels. Avant le Big Bang, ceux-ci paient environ 0,40 % de commission, alors qu'à la même date, à New York, les commissions des institutionnels avoisinent 0,15 % à 0,20 %.

Par ailleurs, l'intensification de la concurrence, qu'elle soit géographique, c'est-à-dire liée à la libération des mouvements de capitaux après la levée du contrôle des changes en 1979, ou technologique, autrement dit consécutive à l'apparition de nouveaux marchés délocalisés *off floor* (INSTINET, par exemple), menace le monopole de fait des intermédiaires britanniques et du Stock Exchange lui-même dans le domaine des transactions sur valeurs domestiques.

Enfin, la stratégie délibérée de place financière internationale incite la City à consolider sa position sur les marchés euro-obligataires et à propulser Londres au premier rang des marchés de titres.

Le projet de réforme de la place financière de la City conduit le gouvernement britannique à signer en 1983 avec les autorités boursières un ensemble d'accords qui aboutissent le 27 octobre 1986 (Big Bang) à une nouvelle organisation des marchés. La suppression des barèmes fixes des commissions, la fin de la spécialisation des compétences des courtiers et l'ouverture du marché à des firmes étrangères, remet en cause l'intégralité des structures du système.

### LE NOUVEAU SYSTÈME : LE PRIMAT DE L'EFFICACITÉ

À un système d'enchères publiques avec spécialistes du type de celui du New York Stock Exchange, la préférence des membres du Stock Exchange

s'oriente vers un système de teneurs de marché concurrentiels (*market makers*), inspiré du modèle NASDAQ américain, soit un système régi par les prix, comme l'ancien *jobbing system*, mais, cette fois, informatisé et à *dual capacity*, c'est-à-dire dans lequel un même opérateur peut agir pour son propre compte (principal) sur certains titres et comme intermédiaire (agent) sur d'autres.

Dans le cadre du nouveau système de transactions, l'aménagement de la *dual capacity* repose, d'une part, sur la différenciation des intermédiaires, afin d'assurer la continuité du marché, et d'autre part, grâce à un système informatique de diffusion des cotations (SEAO)<sup>3</sup>, sur le principe de la transparence de l'information, chargé de promouvoir une haute visibilité du système. Enfin, une réglementation prudentielle et des règles de conduite professionnelles doivent assurer la protection de l'investisseur.

### La continuité du marché

Si chaque intermédiaire peut, sous réserve de l'accord du client, agir comme principal ou comme agent dans une transaction, le souci de la continuité du marché impose d'établir une hiérarchie entre les membres selon leurs obligations et privilèges. On distingue les *market makers* (teneurs de marché) et les *brokers/dealers* (courtiers/opérateurs).

Les teneurs de marché sont tenus de faire un marché sur les titres pour lesquels ils sont engagés, c'est-à-dire de proposer un cours ferme à l'achat et à la vente pour la quantité de titres qu'ils sont prêts à traiter, ceci pour les actions de type alpha et bêta<sup>4</sup>. Seuls les *market makers* ont le droit d'afficher leurs cours sur le cahier informatique. Par ailleurs, ils peuvent se désengager à vue d'un titre, mais ne peuvent se réengager qu'après un délai minimal de 3 mois.

Les courtiers/opérateurs n'ont pas d'obligations; ils sont autorisés à agir en principal sous réserve de l'accord du client et seulement s'ils offrent au meilleur prix que celui offert par les teneurs de marché (règle de la meilleure exécution).

Dans le nouveau système, la transparence de l'information est assurée grâce aux 10 000 écrans

3 — Stock Exchange Automated Quotations System.

4 — Les actions sont classées selon leur capitalisation boursière. À l'automne 1988, on compte 143 actions alpha (plus de 60 % des transactions en valeur), 598 actions beta, 1 448 actions gamma et 124 actions delta.

## LA BOURSE DE LONDRES

TOPIC qui diffusent le cahier informatique de cotation SEAQ. La visibilité du système tient dans l'obligation pour chaque membre de publier dans un délai limité toute opération conclue. Le degré d'exigence tient à la catégorie de l'action. Par exemple, pour les actions alpha, le détail de la transaction doit être rendu public dans les 5 minutes qui suivent l'exécution de la transaction.

Pour les autres actions, les détails sont rapportés au Stock Exchange dans la journée mais ne s'inscrivent pas sur SEAQ. Ils sont disponibles le lendemain à la cote officielle.

### La protection de l'investisseur

Dans le domaine des transactions, la protection de l'investisseur était assurée dans l'ancien système de manière constitutive par la spécialisation des compétences. Elle dépend dans le nouveau système du respect d'un certain nombre de principes définis par la loi, de règles prudentielles et de règles de conduite professionnelles.

Rappelons que la refonte globale du cadre institutionnel et juridique des activités bancaires et financières au Royaume-Uni s'est traduite par trois textes : le Financial Service Act de 1986, le Building Societies Act de 1986 et le Banking Act de 1987. En ce qui concerne le *Financial Act*, l'approche retenue pour le nouveau système est définie habituellement comme « l'exercice d'une auto-discipline professionnelle dans un cadre législatif ». Les compétences se distribuent entre une autorité publique — le ministère du Commerce et de l'Industrie —, une agence centrale, le Securities and Investment Board (SIB), et des organisations professionnelles — Self Regulating Organisations (SROs) et Recognised Investment Exchanges.

Par délégation, l'agence centrale et les organisations professionnelles disposent d'un pouvoir réglementaire général pour établir les règles de fonctionnement des marchés et des firmes, les conditions d'accès et les règles de conduite professionnelles.

La répartition effective des compétences et l'efficacité du nouveau système est jusqu'ici difficile à évaluer. Si le *Financial Act* a été adopté à la fin de 1986, il n'est entré en application que le 29 avril 1988. En ce qui concerne la réglementation du SIB, elle ne sera véritablement en vigueur qu'à partir de l'été 1989. En effet, il faut rappeler l'hostilité manifestée par la City à l'égard du premier projet auquel il était reproché la lourdeur et le coût

de fonctionnement. Aussi, en novembre 1988, le nouveau président du SIB, un ancien haut fonctionnaire de la Banque d'Angleterre, David Walker, proposait-il une version allégée de la réglementation du SIB. En matière de protection des investisseurs, celle-ci devra servir de référence aux organisations professionnelles.

Schématiquement, la réglementation professionnelle définit l'adéquation entre les fonds propres des intermédiaires et de leurs activités (test du *fit and proper*). Par ailleurs, elle édicte des règles de conduite professionnelles : la règle de la meilleure exécution et du meilleur conseil, l'information au client de tout conflit d'intérêt potentiel, l'existence d'un accord écrit et signé préalablement à toute transaction, le principe de la polarisation (séparation des activités de vente et de conseil grâce, en particulier, à l'établissement de « murailles de Chine »).

À noter qu'en ce qui concerne les activités de courtage, de négoce et de gestion de portefeuille, la réglementation professionnelle distingue quatre catégories d'investisseurs : l'investisseur ordinaire, l'investisseur occasionnel, l'investisseur expérimenté et l'investisseur professionnel. À chaque catégorie correspond un degré différent d'information et de protection. Par exemple, la règle de la meilleure exécution n'est garantie qu'à l'investisseur ordinaire.

La possibilité offerte aux investisseurs, à l'exception des investisseurs professionnels, de poursuivre en dommages et intérêts tout intermédiaire en infraction avec ces règles (article 62 du *Financial Act*) conjuguée aux pouvoirs disciplinaires et de sanction des organismes professionnels doit garantir le respect de l'ensemble des règles de conduite.

Le principe de concurrence inspire le nouveau système. Celui-ci tente de concilier les exigences des institutionnels en matière de coût d'intermédiation et les ambitions internationales de la City relatives aux activités sur titres. Il cherche, par ailleurs, à assurer la compétence et la probité des opérations afin de consolider la réputation de la place et la protection des investisseurs.

La coïncidence des instruments et des objectifs offre au système les conditions d'une plus grande efficacité, au prix d'une plus grande vulnérabilité des intermédiaires et d'une relative détérioration de la qualité de marché.

## L A B O U R S E D E L O N D R E S

### La baisse des charges d'intermédiation<sup>5</sup>

Une des forces déterminantes du nouveau système consiste en l'exercice d'un pouvoir de transaction des clientèles vis-à-vis des intermédiaires, au bénéfice principalement des investisseurs institutionnels qui représentent en 1988 près de 60 % de la valeur totale des transactions (lignes D+E+F dans le tableau 1). Les conséquences pour la clientèle particulière sont plus ambiguës.

En ce qui concerne le niveau global des commissions, on constate une baisse sensible du taux moyen qui passe de l'été 1986 à l'été 1987 de 0,43 % à 0,33 %, puis à 0,28 % à l'été 1988 (tableau 2).

Cette baisse d'ensemble s'explique par l'apparition de transactions réalisées sur une base nette, exemptes de commission, soit environ 10 % du nombre des transactions et 25 % de la valeur totale ; une baisse effective des taux pratiqués, avoisinant 0,37 % à l'été dernier contre 0,45 % en 1987 ; un accroissement de la taille moyenne des transactions : 30 000 £ à l'automne 1988 contre 22 000 £ en 1987 (forte dégressivité des taux selon la taille).

La clientèle institutionnelle apparaît comme la principale bénéficiaire de la réduction des taux de commissions. En réduisant le nombre moyen de leurs brokers d'une dizaine à 5 ou 6 seulement, les *majors institutions* (ligne F) qui représentent près d'un tiers de la valeur totale des transactions, obtiennent entre l'été 1986 et 1987, une baisse d'environ 50 % du taux moyen de commission qui passe de 0,40 % à 0,19 %. Puis, celui-ci se stabilise à 0,21 % à l'été 1988.

L'importance prise récemment par les *professional managers* (ligne D), soit en 1988 plus du cinquième des transactions en valeur, est le résultat de la constitution par les compagnies d'assurances et les caisses de retraite, de filiales chargées de la gestion de leur portefeuille. Ces investisseurs ont obtenu une baisse très importante de leurs charges d'intermédiation puisque leur taux moyen passe de 0,49 % avant le Big Bang à 0,16 % à l'été 1988.

<sup>5</sup>—L'analyse qui suit est volontairement limitée au marché des actions domestiques qui représentait à titre indicatif, à l'automne 1988, 80 % du nombre total des transactions, 23 % de leur valeur et 78 % des revenus provenant des commissions. L'activité sur le compartiment international (SEAQ international) ne sera connue de manière précise qu'à partir de l'été 1989.

TABLEAU 1

### STRUCTURE DU MARCHÉ DES TRANSACTIONS SUR ACTIONS (en %)

	En valeur		En nombre	
	1986	1987	1986	1987
A. Particuliers	10,3	13,1	11,1	42,4
B. Intermédiaires (particuliers)	1,3	1,2	1,6	6,1
C. Banques (particuliers)	7,8	7,3	5,9	23,2
D. Gestionnaires professionnels	21,8	8,5	6,2	7,1
E. Banques	4,7	6,2	13,1	1,5
F. Principaux « institutionnels »	34,9	34,9	33,6	7,3
G. Autres « institutionnels »	1,9	5,1	7,2	1,2
H. Opérateurs autorisés	0,6	0,6	0,5	0,3
I. Opérateurs (membres de la bourse)	2,1	3,2	10,7	2,7
J. Non résidents	14,8	19,9	10,1	8,2
Total	100	100	100	100

Source : International Stock Exchange—Quality of market quarterly—Automne 1988.

Au total, les institutionnels bénéficient bien d'une réduction substantielle de leur charge d'intermédiation. En contrepartie, le système leur offre une moindre protection de leurs intérêts qu'il leur faut défendre partiellement eux-mêmes.

Du côté des particuliers, le nombre des détenteurs directs d'actions en Grande-Bretagne est passé de 3 millions en 1979 à plus de 9 millions en 1988. Dans l'ensemble, entre l'été 1986 et 1987, on constate que le taux moyen global de commission pour les particuliers passe de 0,88 % à 0,91 %. Cette évolution recouvre une hausse du taux effectif qui s'élève à 1,09 % contre 0,88 %, contrebalancée partiellement par quelques transactions exemptes de commissions. À l'été 1988, la baisse s'amorce : 0,74 % pour le taux moyen global et 0,92 % pour le taux effectivement pratiqué. En revanche, en règle générale, les charges minimales ont augmenté, passant à 20 £, voire 25 £, contre 12 £ avant le Big Bang.

Ces évolutions révèlent la rationalisation du marché des services de courtage aux particuliers au Royaume-Uni. Une segmentation du marché selon les types de clientèles semble s'opérer. À la clientèle sensible à l'argument prix, le plus souvent détentrice d'un petit portefeuille, les firmes offrent désormais un service brut (*a no frills service*), qui se réduit à l'exécution pure et simple de la transaction. Ce type de service semble être assuré par certains intermédiaires engagés sur des stratégies de « niche » et surtout par le réseau des grandes banques commerciales qui s'affirment comme les principaux acteurs sur ce marché. Par exemple,

# L A B O U R S E D E L O N D R E S

## CLIENT CATEGORIES USED IN TRANSACTION SURVEY

The following categories of client are used in the analyses:

A. Individuals	— UK Private Clients.
B. Agents	— Solicitors and Accountants acting for clients.
C. Banks as agents	— Banks acting directly for clients (not fund managers).
D. Professional Fund Managers	— Portfolio Managers, Investment Advisers, Financial Agents, Secretaries and Agents.
E. UK Banks (except when acting for clients)	— Bank of England. — Accepting Houses. — Clearing Banks. — Discount Houses. — Merchant Banks.
F. Major Institutions	— Pension Funds. — Unit Trusts. — Insurance Companies. — Investment Trusts.
G. Other Institutions	— Building Societies. — Local Authorities (including Pension Funds). Mining Finance Houses, Trade Unions, Crown Agents, Corporation of Lloyds, Charities and similar bodies, National Debt Office, Public Trustee, Church Commissioners, Accountant General of the Supreme Court.
H. Authorised Dealers	— Exempted Dealers, Licensed Dealers Association of Stock & Shares Dealers, Overseas Securities Traders (UK branches only).
I. In-House	— In-House: — Members/Membres Dealings. — Companies/Staff/Reg. Retired Associates. Former Members. Arbitrage Members.
J. Overseas Private Clients	— Overseas Private Individuals and Companies.
K. Overseas Institutions	— Overseas Institutions, including intermediaries.

Source : International Stock Exchange.

TABLEAU 2

## TAUX MOYEN DE COMMISSIONS (en %)

	1986		1987		1988	
	Avec commission	Total	Avec commission	Total	Avec commission	Total
A. Particuliers	0,92	0,74	1,09	0,91	0,88	
B. Intermédiaires (particuliers)	1,20	1,13	1,20	1,11	1,21	
C. Banques (particuliers)	0,63	0,42	0,59	0,48	0,73	
D. Gestionnaires professionnels	0,24	0,16	0,42	0,28	0,49	
E. Banques	0,26	0,13	0,29	0,14	0,32	
F. Principaux « institutionnels »	0,24	0,21	0,27	0,19	0,40	
G. Autres « institutionnels »	0,37	0,32	0,32	0,25	0,38	
H. Opérateurs autorisés	0,25	0,25	0,46	0,31	0,54	
I. Opérateurs (membres de la bourse)	0,30	0,09	0,29	0,12	0,08	
J. Non résidents	0,30	0,39	0,30	0,22	0,03	
Total	0,37	0,28	0,45	0,33	0,43	

Source : ISE 1988.

dans le premier cas, la firme Discount Brokers Int, propose à la mi-88 un taux de 0,825 % pour les transactions jusqu'à 7 000 £. De son côté, la filiale de Barclay's destinée aux services de courtage aux particuliers (Barclayshare) propose une commission minimale de 16 £ et un taux de 1,25 % pour les transactions jusqu'à 5 000 £, plus une souscription annuelle de 60 £ au département conseil de la banque.

En revanche, les particuliers désireux d'un service complet (conseil et exécution) auprès d'une firme traditionnelle de brokers, comme par exemple Kleinwort Grieveson ou Capel, doivent, semble-t-il, compte tenu des coûts désormais attachés à ce type de prestation, d'une part, détenir un portefeuille minimum d'environ 250 000 £ et d'autre part, acquitter non plus des commissions mais des honoraires fixes de gestion.

Néanmoins, avec un portefeuille supérieur à 100 000 £, les particuliers peuvent devenir des *discretionary clients*, c'est-à-dire qu'en autorisant le broker à investir à leur place, ils sont supposés obtenir les meilleurs taux, le broker négociant directement avec le *market maker* pour une exécution au mieux. Faute de réunir de telles conditions, les particuliers sont orientés vers les fonds communs de placement collectif de ces intermédiaires.

En réalité, la baisse effective du coût d'intermédiation pour les particuliers se révèle ambiguë. Elle

## L A B O U R S E D E L O N D R E S

passé de manière indirecte par une modification de la nature du service offert (service gestion des banques ou service brut de certains intermédiaires) et directement par l'orientation des petits investisseurs vers les fonds communs de placement collectif.

### La vulnérabilité des intermédiaires

La mise en concurrence des intermédiaires s'accompagne d'une fragilisation de leur situation financière qui favorise une certaine polarisation entre petites et grandes firmes.

En premier lieu, l'ensemble des changements induits par le Big Bang s'est traduit pour les firmes par une forte montée des coûts : acquisitions, investissements immobiliers, mise en place de systèmes informatiques sophistiqués, hausse des coûts salariaux, frais liés à la nouvelle réglementation.

Par ailleurs, les revenus des firmes provenant des activités de courtage ont été singulièrement affectés par le Big Bang. Outre la baisse des taux effectivement pratiqués, une part non négligeable des transactions, on l'a vu, s'effectue désormais à prix nets. La grande majorité de ces transactions est réalisée avec les investisseurs institutionnels, soit la clientèle structurellement établie du marché. Aussi, ces revenus de courtage deviennent-ils plus incertains dans la mesure où ils dépendent des segments les plus volatiles de la demande : les particuliers et les étrangers. À la suite du krach d'octobre, la forte chute des transactions, et en particulier, la désertion de la clientèle individuelle confirme cette précarité.

Pour 1988, l'ensemble des commissions est estimé à 530 millions de £ sur le marché domestique, soit en recul de près de 50 % par rapport à 1987 (tableau 3).

La montée des coûts conjuguée à une réduction des taux de commissions a incité la plupart des intermédiaires à rechercher une rentabilité satisfaisante de leur capital en développant les activités de transaction pure, c'est-à-dire en compte propre. De ce fait, les transactions « intra marché » se sont fortement accrues jusqu'à représenter en moyenne au cours de l'année 1988 et au début 1989 près de 40 % des transactions en valeur dans le domaine des actions domestiques.

Dans un contexte de concurrence accrue (13 à 15 *market makers* par action alpha) et de forte concentration (5 *market makers* réalisent environ

80 % des transactions en valeur), une véritable bataille des parts de marché s'est engagée entre intervenants. L'élément déterminant semble avoir été, dans un premier temps, c'est-à-dire avant le krach d'octobre 1987, la capacité des intermédiaires à prendre des positions d'un montant élevé. Cette activité, tout en favorisant les intermédiaires fortement capitalisés, s'est révélée particulièrement profitable tant que le marché est resté haussier, mais également extrêmement coûteuse lors du retournement de tendance. Ainsi, par exemple, si les opérations de contrepartie ont représenté pour Warburg un bénéfice de 38 millions de £ au premier semestre 1987, le seul jour du 19 octobre lui en fait perdre 5 millions.

TABLEAU 3

### MONTANT DES COMMISSIONS (par type de clientèle)

	1988		1987		1986	
	£M	%	£M	%	£M	%
Principaux clients						
Clients privés	232	43,8	490	50,6	209	36,5
Gestionnaires professionnels	67	12,6	70	7,2	41	7,2
Principaux institutionnels	136	25,6	199	20,6	178	31,1
Non résidents	67	12,6	130	13,4	44	7,7
Autres	28	5,4	79	8,2	100	17,5
Total	530	100,0	968	100,0	572	100,0

Source : ISE 1988.

Depuis l'été 1988, dans un contexte de forte baisse des transactions (- 45 % en volume et - 30 % en valeur), certaines firmes (UBS Phillips & Drew et Barclay's de Zoete Wedd) ont adopté une nouvelle stratégie de conquête de parts de marché : réduction délibérée de l'écart dans les cours affichés entre prix acheteur et prix vendeur, s'accompagnant d'une baisse très marquée de la taille des transactions pour laquelle ils s'engagent sur SEAQ (5 000 actions contre 50 000 voire 200 000 précédemment). Pour l'ensemble des intervenants, ces évolutions se sont traduites par un durcissement de la concurrence qui explique le retrait spectaculaire, en décembre 1988, de Morgan Grenfell, importante banque d'affaires britannique, de toutes activités de contrepartiste sur le marché des actions et des Fonds d'état, entraînant 450 licenciements.

De manière plus générale, pour l'ensemble des activités liées aux transactions sur valeurs mobilières

## L A B O U R S E D E L O N D R E S

res, la logique semble favoriser une certaine polarisation du marché entre petites firmes engagées sur des stratégies de « niche » (courtage aux particuliers, conseil, back office) et les banques d'investissement fortement capitalisées et intégrées du type de Warburg Securities et Barclays de Zoete Wedd.

### Concurrence et qualité de marché

Traditionnellement, la notion de qualité de marché est associée à la mesure du coût de la liquidité, soit l'évolution sur un marché donné de l'écart observé entre le prix de la meilleure offre et celui de la meilleure demande (fourchette de prix ou *touch*). Plus récemment, les autorités boursières de différents pays, et en particulier, les britanniques, se sont attachées à une conception élargie de la notion de qualité de marché<sup>6</sup>.

Dans cette perspective, la qualité de marché concerne l'efficacité opérationnelle d'ensemble du système, c'est-à-dire non seulement les coûts explicites de commissions et de fourchettes, mais aussi les coûts implicites liés à la structure du marché (profondeur, liquidité, volatilité, transparence). Ainsi élargie, la notion de qualité de marché devient un nouvel instrument synthétique d'évaluation.

En temps de coût de la liquidité, sur le marché des valeurs domestiques au début 1989, après une forte détérioration consécutive au krach d'octobre 1987, on constate de nouveau une évolution favorable des fourchettes de prix (tableau 4).

TABLEAU 4

### FOURCHETTE MOYENNE DE PRIX

	ALPHA %	BÊTA %	GAMMA %
Pré-Big Bang	0,75	1,82	3,37
Janvier 1987	0,73	1,66	2,91
Juin 1987	0,76	1,61	2,95
Septembre 1987	0,84	1,58	2,68
Pré-krach octobre 1987	0,83	1,76	3,00
Fin octobre 1987	2,00	3,94	4,95
Décembre 1987	1,52	3,82	6,12
Mars 1988	1,27	3,28	5,48
Juin 1988	1,15	3,16	4,89
Septembre 1988	0,80	2,88	5,00
Décembre 1988	0,85	3,20	5,30
Mars 1989	0,84	2,57	4,76

Source : ISE 1989.

\* Exprimées en pourcentage du cours moyen.

La fourchette de prix moyenne pour les actions alpha avoisine 0,85 %, soit identique au niveau d'octobre 1987, mais sensiblement supérieure à celui du Big Bang. Cette évolution s'accompagne d'un recouvrement partiel de la profondeur du marché puisque pour les transactions les plus importantes (moyenne 85 500 titres), la fourchette de prix n'est que de 0,85 %.

En ce qui concerne les titres les moins actifs (bêta et gamma), la détérioration des fourchettes est toujours forte malgré un rétablissement partiel en fin de période.

Néanmoins, ces résultats sont obtenus au prix d'un recul net de la transparence. Suite à la « guerre des prix » amorcée par certains teneurs de marché à l'été 1988, le rôle de la Bourse en tant que marché centralisé est apparu menacé. En effet, en décidant de ne s'engager sur SEAQ que pour des montants réduits, les teneurs de marché obligent les investisseurs institutionnels à négocier les transactions importantes directement de gré à gré avec eux.

Confrontées au risque d'un éventuel éclatement du marché entre les 27 *market makers* restants, suite aux propositions de la Commission Elwes, les autorités boursières adoptent en février 1989 deux nouvelles mesures : la fin de l'obligation faite aux *markets makers* de coter des cours fermes entre eux et le report au jour suivant de la publication des transactions supérieures à 100 000 £. Si, grâce à ces mesures, les autorités espèrent conforter le rôle du marché, on peut se demander dans quelle mesure elles ne sanctionnent pas l'échec relatif des ambitions mises en avant par les autorités du Stock Exchange lors du Big Bang : promouvoir un marché centralisé, liquide et hautement transparent.

Toute conclusion définitive concernant l'efficacité opérationnelle du nouveau Stock Exchange est pour l'instant hasardeuse. Celui-ci traverse une phase de transition marquée par une réorientation stratégique des différents intermédiaires financiers, l'établissement d'une réglementation professionnelle et l'aménagement progressif de règles viables de concurrence entre intervenants. Faute de telles solutions réglementaires, le risque d'une fragmentation du marché est loin d'être négligeable. □

6— Voir International Stock Exchange « Quality of markets report », été 1986 et printemps 1989.