

La négociation de valeurs mobilières : un monde en pleine évolution

Éric Chouinard

Le paysage concurrentiel de la négociation de valeurs mobilières est influencé par deux tendances opposées : d'une part, le regroupement des bourses de valeurs — d'un même pays ou de plusieurs pays — et la formation d'alliances entre les marchés spécialisés dans différentes catégories d'actifs, et, d'autre part, la création de nouveaux lieux d'exécution des ordres qui offrent la possibilité de conclure des transactions en dehors d'un marché boursier. Le présent article examine de quelle manière ces changements influent sur la concurrence entre les marchés des valeurs mobilières. L'analyse porte spécifiquement sur les marchés d'actions et de dérivés fondés sur un système central d'appariement des ordres, et fait donc abstraction des marchés de titres à revenu fixe (et plus généralement des marchés hors cote).

Le fait que les bourses classiques doivent faire face à l'émergence des systèmes de négociation parallèles (SNP) semble avoir une incidence à la hausse sur le degré de concurrence. Si l'arrivée des SNP peut avoir comme conséquence potentielle de fragmenter les marchés, et donc de réduire la liquidité et de nuire au mécanisme de découverte des prix, ce risque est amoindri par la réglementation et par des outils technologiques qui permettent de regrouper en un seul point les prix provenant des divers marchés où est offert un titre.

Dans la première section de l'article, nous analysons le phénomène du regroupement des bourses de valeurs mobilières, ses causes, ainsi que les facteurs qui font obstacle à la poursuite de ce mouvement. Dans la deuxième section, nous traitons de l'émergence des systèmes de négociation parallèles, y compris des pôles opaques de liquidité, et nous nous penchons sur le risque de fragmentation. La section suivante porte sur les conséquences de ces tendances en ce qui a trait à la concurrence. L'analyse contenue dans le présent article concerne plus particulièrement les tendances mondiales; toutefois, la situation du Canada est examinée brièvement à la quatrième section.

Le regroupement des bourses de valeurs mobilières

Depuis quelques années, le secteur des valeurs mobilières subit une transformation rapide sous l'effet des diverses alliances conclues par les opérateurs de marché. Celles-ci vont de la fusion complète à des formules de coopération plus souples, comme la création de réseaux informels pour l'inscription de titres à plusieurs cotes ou le partage de la technologie. La concentration des bourses pourrait se traduire par des marchés plus profonds et plus liquides si les structures qui fusionnent sont bien intégrées et que leurs flux d'ordres sont, de ce fait, combinés.

La concentration des marchés boursiers n'est pas un phénomène nouveau. Il faut remonter jusqu'aux années 1930 pour observer la première vague de regroupements de marchés boursiers aux États-Unis; à cette époque, plusieurs bourses régionales avaient fusionné pour mieux concurrencer la Bourse de New York (NYSE). La conjoncture actuelle a ceci de particulier que les alliances qui se forment débordent de plus en plus fréquemment les frontières nationales. De plus, les bourses de valeurs cherchent à se lancer dans la négociation des produits dérivés en créant des partenariats avec les bourses spécialisées dans ce genre d'instrument. Le Tableau 1 présente une liste non exhaustive des principales alliances conclues depuis le début de 2006, période où les regroupements ont commencé à se multiplier. Certaines des fusions restent à opérer, car elles n'ont pas encore reçu l'aval des organismes de réglementation ou des actionnaires des bourses concernées.

Le développement des technologies de la communication et du traitement de l'information joue un rôle majeur dans le regroupement des marchés. En effet, presque toutes les grandes places financières du monde possèdent maintenant des systèmes

électroniques¹. Dans les marchés électroniques, les ordres sont acheminés vers un système central au moyen d'une interface, et le processus d'appariement des ordres d'achat et de vente est largement automatisé.

Le passage à la négociation électronique favorise l'intégration des marchés boursiers de plusieurs façons. Premièrement, il crée des conditions propices à la croissance de l'activité, étant donné que les plateformes électroniques peuvent exécuter un plus grand nombre d'ordres que les bourses traditionnelles, où les négociateurs sont en présence les uns des autres sur le parquet. Deuxièmement, la structure de coûts des plateformes électroniques étant plutôt orientée vers les coûts fixes, les bourses électroniques peuvent tirer de plus grandes économies d'échelle d'une fusion. Troisièmement, la négociation électronique permet de relier les marchés entre eux d'une manière qui n'était pas envisageable dans un contexte de négociation sur parquet, pour des raisons d'ordre physique ou géographique. Quatrièmement, comme le développement de systèmes de négociation électroniques est encore très coûteux, certaines bourses peuvent vouloir s'unir à d'autres pour profiter d'une technologie plus avancée.

L'évolution du mode de gouvernance des bourses joue aussi en faveur du regroupement de celles-ci. Au cours des dix dernières années environ, la plupart des bourses, qui étaient jusque-là des entités mutualistes, se sont converties en sociétés à but lucratif. La démutualisation a encouragé ces organisations à acquérir un avantage concurrentiel et à accroître leur valeur de façon à répondre encore mieux aux exigences de leurs actionnaires. Elle leur a aussi permis de mobiliser plus facilement les capitaux nécessaires à la poursuite de leurs objectifs.

Comme nous l'avons déjà indiqué, la formation d'alliances entre des places de différents pays et entre des marchés spécialisés dans différentes catégories d'actifs laisse supposer que les bourses veulent diversifier leurs opérations sur le plan géographique et élargir leur champ d'activité. En principe, l'union d'un opérateur de marché avec une bourse d'un pays étranger pourrait accroître la liquidité des titres que ces derniers négocient, puisqu'ils auraient désormais accès à un cercle d'investisseurs plus grand. En outre, grâce aux bourses multinationales, les investisseurs pourraient diversifier géographiquement leurs portefeuilles

Tableau 1

Principaux regroupements de marchés boursiers en 2006 et 2007

Regroupements de marchés au comptant et de marchés de produits dérivés	
Sydney Futures Exchange et Australian Securities Exchange	Opéré en juillet 2006
International Securities Exchange (É.-U.) et Deutsche Börse (Allemagne)	Annoncé en avril 2007
Regroupements de bourses de produits dérivés	
Chicago Mercantile Exchange et Chicago Board of Trade	Opéré en juillet 2007
Regroupements de bourses de valeurs	
Bourse de New York (É.-U.) et Euronext (groupe paneuropéen)	Opéré en février 2007
NASDAQ (É.-U.), OMX (Scandinavie) et Bourse Dubai (Émirats arabes unis)	Annoncé en septembre 2007
London Stock Exchange (R.-U.) et Borsa Italiana (Italie)	Opéré en octobre 2007

1. La Bourse de New York, le dernier grand marché boursier à posséder encore un parquet, se dirige actuellement vers un modèle hybride où les négociateurs auront le choix d'effectuer les opérations sur une plateforme électronique ou sur le parquet.

d'actifs ou mettre en œuvre des stratégies de placement faisant appel à des titres multiples cotés dans différents pays avec plus de facilité et en s'exposant à moins de risques de marché que s'ils effectuaient des opérations dans plusieurs marchés boursiers². L'union d'une bourse de valeurs avec une bourse de produits dérivés pourrait apporter le même type d'avantages dans la mesure où elle faciliterait la négociation simultanée de titres au comptant et d'instruments dérivés connexes.

Cependant, des contraintes réglementaires limitent actuellement les bénéfices possibles d'un regroupement transfrontière. Les organismes de réglementation ont des responsabilités de surveillance à l'égard de l'exploitation des marchés boursiers aussi bien que des titres qui y sont cotés, et la plupart de ces organismes restreignent aux seuls investisseurs de leur pays l'accès aux marchés dont ils n'assurent pas la supervision, ce qui a pour conséquence de limiter l'intégration des structures de marché lorsque des bourses de pays différents fusionnent. Dans la plupart des cas, l'entité nouvellement créée continue d'exploiter deux marchés distincts, où sont négociées des catégories d'instruments différentes. Pour ces raisons, un regroupement transfrontière ne facilite pas nécessairement les échanges à l'heure actuelle, et les économies d'échelle peuvent être limitées. De telles fusions peuvent toutefois rendre possible un partage de la technologie. Elles peuvent aussi accroître les recettes (celles tirées des inscriptions à la cote, par exemple) et diversifier la provenance de celles-ci sur le plan géographique.

Cette situation pourrait changer si les pays du G7 parvenaient à s'entendre sur les conditions d'un accord de libre-échange concernant les instruments financiers. (Voir le dossier à ce sujet, à la page 34.) Les pays signataires d'un tel accord permettraient à leurs investisseurs respectifs d'avoir directement accès aux marchés boursiers situés sur le territoire des cosignataires. Cela serait possible grâce à un régime de reconnaissance mutuelle des règles et des décisions d'application des organismes de réglementation entre les différents pays participants. Un accord de libre-échange dans ce domaine faciliterait l'intégration des marchés impliqués dans un projet de fusion transfrontière.

Un autre obstacle au regroupement des marchés boursiers est la fragmentation des systèmes de compensation et de règlement. La compensation

est l'opération qui consiste à faire confirmer par l'acheteur et par le vendeur les conditions de la transaction une fois celle-ci exécutée et à calculer les obligations de chaque partie, tandis que le règlement est l'opération qui consiste à transférer les fonds et les actifs entre l'acheteur et le vendeur. La compensation et le règlement sont des éléments clés de toute opération sur valeurs mobilières.

Nombreux sont les marchés boursiers (notamment ceux où se négocient les produits dérivés) qui sont intégrés verticalement et qui confient cette fonction à une filiale³. Une bourse peut avoir intérêt à posséder son propre système de compensation et de règlement, car elle réduit ainsi les coûts liés aux services post-transaction. Un tel système peut également être une source de revenus pour l'organisme si celui-ci assure en plus la compensation et le règlement de transactions effectuées sur le marché hors cote ou sur un autre marché.

Les différences entre les systèmes de compensation et de règlement compliquent l'intégration des marchés boursiers, en raison du manque de fongibilité ou d'interopérabilité des systèmes. On travaille actuellement à améliorer l'interopérabilité des systèmes post-transaction à l'intérieur d'un pays comme entre deux ou plusieurs pays, ce qui rendra moins difficile l'intégration des marchés. Pour cela, les parties doivent se mettre d'accord sur des normes techniques communes de messagerie et de communication, éliminer les procédures papier et renforcer les normes de gestion du risque (Groupe des Trente, 2006).

Il est difficile de prévoir jusqu'où ira la convergence. Beaucoup d'observateurs croient que l'industrie atteindra un point d'équilibre, où un petit nombre de marchés boursiers d'envergure mondiale offriront des services à l'égard de divers types d'actifs coexisteront avec de plus petits marchés spécialisés dans la négociation de titres particuliers, par exemple ceux d'une branche d'activité ou d'un pays donné.

La plupart des bourses de valeurs mobilières s'efforcent actuellement d'étendre leur activité aux marchés des produits dérivés — le segment le plus rentable de l'industrie et celui qui croît le plus rapidement. NASDAQ et NYSE Euronext ont l'un et l'autre exprimé leur volonté de poursuivre leur expansion à l'échelle mondiale en fusionnant avec un marché asiatique.

2. Un exemple de ce genre de stratégie est l'opération d'arbitrage, qui consiste à acheter un titre et à vendre à découvert simultanément un autre titre, dans le but de tirer profit d'un écart de cours entre les deux instruments.

3. La plupart des bourses de valeurs européennes sont intégrées verticalement, ce qui contraste avec le secteur des valeurs mobilières au Canada et aux États-Unis, où un organe central — et indépendant — est chargé des opérations de compensation et de règlement pour les opérations sur actions.

L'émergence des systèmes de négociation parallèles

Un grand nombre de SNP sont des carnets d'ordres classiques où les ordres d'achat et de vente sont appariés électroniquement. Deux caractéristiques importantes les distinguent toutefois des marchés boursiers traditionnels. Premièrement, les opérateurs de SNP peuvent permettre aux investisseurs institutionnels d'avoir un accès direct à leur système (ce qu'ils font souvent d'ailleurs), leur donnant ainsi la possibilité de conclure des transactions sans l'intermédiaire d'un courtier en valeurs mobilières. Deuxièmement, les SNP ne limitent pas les opérations de négociation aux seuls instruments qui répondent à certains critères d'admissibilité. En principe, n'importe quel instrument peut être acheté ou vendu sur un SNP, pourvu que l'émetteur soit enregistré auprès des organismes de réglementation.

Du fait qu'ils permettent que des titres soient négociés sur des marchés autres que ceux sur lesquels ils sont officiellement cotés, les SNP constituent probablement l'innovation la plus significative en ce qui a trait à la structure concurrentielle des marchés. De tout temps, les marchés boursiers ont exercé un monopole naturel sur la négociation des titres inscrits à leur cote, sauf lorsque l'émetteur avait décidé d'inscrire ses titres à plusieurs bourses.

Un type particulier de SNP fait l'objet de beaucoup d'attention depuis quelque temps; il s'agit des réseaux internes d'opérations croisées. Ils sont aussi appelés « pôles opaques de liquidité » parce qu'ils ne diffusent pas publiquement les ordres ouverts. Ces systèmes sans transparence en amont conviennent idéalement pour les grosses transactions qui risqueraient d'influer sensiblement sur les cours si l'ordre était diffusé publiquement. Le pôle opaque de liquidité est en quelque sorte l'équivalent du « marché interne » d'une bourse classique, où de grosses transactions sont conclues en dehors du registre central des ordres.

La plupart des pôles opaques sont exploités par des courtiers en valeurs mobilières qui appartiennent à l'interne des flux d'ordres provenant de leurs divers secteurs d'activité, notamment les services aux particuliers, les services aux institutions et les opérations pour compte propre. Les maisons de courtage se livrent à cette pratique depuis des décennies. Ce qui est nouveau, c'est que dans beaucoup de pays, la réglementation exige maintenant que les opérations internes soient automatisées. En outre, les pôles opaques de liquidité doivent être reliés aux marchés publics de deux manières. Premièrement, les transactions doivent être conclues à un prix au moins équivalent au meilleur cours acheteur ou

vendeur offert dans l'ensemble des marchés publics. Dans la pratique, la plupart des pôles opaques de liquidité concluent leurs transactions à un prix se situant à l'intérieur de l'écart acheteur-vendeur, ce qui a pour effet d'améliorer les prix. Deuxièmement, la réglementation exige que l'information relative aux transactions terminées soit rendue publique. C'est donc dire que les pôles opaques de liquidité ne sont pas, malgré leur nom, totalement opaques.

Beaucoup de gros investisseurs institutionnels apprécient ces pôles opaques, principalement parce que les ordres qui y sont traités ne sont pas diffusés publiquement avant d'être exécutés. Quant aux courtiers, ils peuvent faire des économies en frais de transaction en appariant à l'interne des ordres provenant de diverses sources.

De nombreux pays facilitent l'émergence des SNP en instituant des règles qui visent à accroître la concurrence et à rendre les marchés plus efficaces. En Europe, par exemple, la récente Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) autorise les sociétés d'investissement à acheminer les ordres vers tous les types de marchés, et non seulement vers les marchés boursiers nationaux comme c'était le cas auparavant. L'utilisation accrue des systèmes parallèles devrait permettre d'accélérer les transactions et d'en réduire les coûts. Elle enlèvera en outre de la clientèle aux bourses traditionnelles. On reconnaît que la MiFID a précipité l'émergence des SNP observée dernièrement en Europe. Plusieurs projets sont actuellement en préparation, le plus important étant le projet Turquoise, un système appartenant à sept grandes banques dont les opérations comptent pour environ la moitié du volume d'activité des bourses européennes.

Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission a adopté la « Reg NMS », une réforme réglementaire qui relie les marchés entre eux et qui dispose que les ordres ouverts transmis sur un marché automatisé ne peuvent être écartés au profit d'ordres moins avantageux transmis sur un autre marché. Cette mesure de protection existait déjà, mais elle ne s'appliquait pas aux ordres provenant des SNP. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont dévoilé au printemps une proposition visant à assujettir les SNP à une mesure semblable de protection contre les « transactions hors cours ». Cette mesure reste à mettre en application, l'examen des commentaires formulés lors d'une consultation publique n'étant pas encore terminé.

L'émergence des SNP soulève des inquiétudes quant au risque d'une fragmentation des marchés des

valeurs mobilières. Pareille fragmentation se produit lorsque les ordres ne sont pas tous mis en relation les uns avec les autres par l'intermédiaire d'un mécanisme d'exécution unique. La fragmentation abaisse le niveau de liquidité du marché et nuit au processus de découverte des prix. Ce concept n'est pas nouveau. Il y a fragmentation, par exemple, lorsqu'une entreprise inscrit ses actions à plusieurs cotes. Toutefois, l'apparition des SNP — et plus particulièrement l'essor des pôles opaques de liquidité, où les ordres sont traités à l'interne — a amené ce sujet au devant de la scène. Les SNP plus traditionnels peuvent eux aussi entraîner une fragmentation, sauf s'il existe un mécanisme qui permet de regrouper les cours et les transactions affichés sur les divers marchés où se négocie un titre, afin de donner un aperçu des prix pratiqués sur l'ensemble des marchés.

Le risque de fragmentation est contenu par la réglementation, qui exige que les marchés soient reliés entre eux, et par les outils technologiques disponibles. Ces outils permettent aux négociateurs de se connecter rapidement et à peu de frais à plusieurs marchés à la fois, d'examiner les prix affichés sur tous ces marchés et d'acheminer les ordres vers celui où le prix est le plus avantageux.

L'essor des SNP peut être vu comme le fruit de la réaction des opérateurs face aux transformations de la structure du marché, alors que courtiers et investisseurs s'efforcent de faire contrepoids au pouvoir de marché accru dont les bourses peuvent bénéficier en se regroupant.

Les implications sur le plan de la concurrence

L'incidence nette de ces deux tendances sur la concurrence est difficile à évaluer. La théorie économique nous enseigne que les regroupements augmentent le pouvoir de marché des entreprises qui subsistent et que celles-ci sont susceptibles de hausser leurs prix. Toutefois, la perspective de la concurrence que pourraient leur livrer de nouveaux venus, comme les SNP, peut suffire à limiter le pouvoir de marché de ces entreprises.

Les données limitées dont nous disposons indiquent que les coûts de transaction sont orientés à la baisse, ce qui laisse supposer que l'émergence de nouveaux marchés accroît la concurrence au sein de l'industrie. Selon les données de la firme Elkins/McSherry, les coûts moyens des opérations sur actions ont diminué de 6 points de base environ entre la période de juillet 2004 à juin 2005 et celle de juillet 2005 à juin 2006, et ils affichent un recul de quelque 29 points de base sur les 10 dernières années (Paulden, 2006; Willoughby, 1998). Bien

que ces résultats représentent des valeurs moyennes pour l'ensemble des 42 pays qui font l'objet d'un suivi de la part d'Elkins/McSherry, une diminution régulière des coûts de transaction s'observe néanmoins dans la plupart des pays. Au Canada, par exemple, les réductions de droits de négociation introduites par le Groupe TSX ont atteint jusqu'à 20 % en août 2007. Il convient de souligner que les chiffres d'Elkins/McSherry sur les coûts de transaction ne sont pas déterminés uniquement par les marchés boursiers. Ils rendent compte à la fois des droits exigés par les bourses, des commissions des courtiers et de l'incidence des transactions sur le marché. Dans les trois cas, on note une tendance à la baisse.

Les bourses imposent deux types de droits aux négociateurs, à savoir des droits d'accès au marché (comparables à des frais d'adhésion périodiques) et des droits d'exécution de transaction. Sur une plateforme de négociation électronique, le coût d'exécution supporté par l'exploitant est généralement minime (selon des données empiriques, il serait presque nul dans beaucoup de cas). Les données d'Elkins/McSherry donnent à penser que le gros des économies réalisées à ce chapitre ont été répercutées aux consommateurs. Elles montrent en outre que dans les pays développés, les droits exigés par les bourses représentent de 2 à 5 % environ du coût total d'exécution d'une transaction.

On ne peut attribuer directement — ou à tout le moins entièrement — la réduction des coûts de transaction à l'intensification de la concurrence de la part des SNP ou encore à la perspective d'une telle concurrence. Le recours croissant aux systèmes électroniques, plus efficaces que les systèmes traditionnels axés sur le parquet, y est aussi pour quelque chose. Il semble néanmoins que l'augmentation de la concurrence imputable à l'arrivée de nouveaux systèmes d'exécution des ordres, tels que les pôles opaques de liquidité et les autres SNP, parvienne à contrebalancer le pouvoir de marché accru qui découlerait normalement du regroupement des bourses.

Mais le coût n'est pas le seul critère de compétitivité. À mesure que le nombre de marchés de négociation augmente, les opérateurs misent sur des caractéristiques particulières (comme le degré de transparence ou la rapidité d'exécution) pour se distinguer de leurs concurrents et attirer des flux d'ordres. Comme ces caractéristiques n'ont pas toutes la même importance aux yeux des différents types de négociateurs, les marchés se structurent en fonction du type de clientèle qu'ils souhaitent attirer.

Il importe de préciser que le volume des opérations sur un titre donné, dans un marché donné, influe

de façon positive sur la position concurrentielle dont bénéficie ce marché pour la négociation du titre en question. La raison en est que la liquidité a tendance à s'autorenforcer. En clair, un marché liquide attirera plus d'ordres qu'un marché illiquide, toutes choses étant égales par ailleurs, et plus il y aura d'ordres donnés, plus le niveau de liquidité continuera d'augmenter. Ce facteur explique en partie pourquoi les marchés déjà établis jouissent d'un avantage concurrentiel par rapport aux marchés moins bien implantés.

La situation au Canada

Le Canada compte actuellement deux bourses des valeurs : le Groupe TSX, qui exploite une « grande » bourse consacrée aux sociétés à forte capitalisation (la Bourse de Toronto) ainsi qu'une bourse spécialisée dans le capital de risque destiné aux sociétés naissantes; et le Canadian Trading and Quotation System Inc., qui dessert le marché des sociétés à microcapitalisation. Cinq SNP ont été mis sur pied au cours des deux dernières années, et d'autres projets de plateforme sont à un stade avancé. Ces plateformes permettront d'effectuer des opérations sur tous les titres inscrits à la Bourse de Toronto.

Trois types de SNP font leur apparition au Canada. Le premier groupe est constitué de registres centraux d'ordres à cours limité transparents. Les deux premiers SNP du genre au Canada, Pure Trading et Omega, ont été instaurés cet automne. Deux autres systèmes, ICX et Alpha, devraient voir le jour d'ici la fin de 2008. Alpha sera la propriété de Canaccord Capital, de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada et des maisons de courtage associées aux six grandes banques canadiennes. Ses actionnaires comptent pour environ 65 % du volume d'activité des bourses du Groupe TSX.

Le deuxième groupe de SNP est constitué des pôles opaques de liquidité. Le premier pôle du genre au Canada, Match NOW, en activité depuis juillet 2007, garantit l'exécution des transactions à un prix au moins équivalent aux meilleurs cours acheteur ou vendeur offerts sur tous les marchés transparents. Un autre pôle opaque, ATX, sera exploité par le Groupe TSX; il est actuellement en attente de l'approbation des autorités réglementaires.

Le troisième groupe de SNP est axé sur la négociation de gros blocs de titres. Deux marchés, BlockBook et Liquidnet, exploitent des systèmes accessibles aux courtiers ou aux institutions et permettent aux opérateurs ayant des besoins complémentaires de négocier des prix électroniquement en tout anonymat. La possibilité de négocier des prix est l'une des principales caractéristiques qui distinguent ces systèmes des pôles opaques de

liquidité. Dans ces derniers, les cours sont établis par un mécanisme en fonction des conditions observées sur l'ensemble des marchés publics.

La Bourse de Montréal (MX) est, à l'heure actuelle, le seul marché de produits dérivés au Canada. Cependant, le Groupe TSX a fait connaître son intention d'offrir des services de négociation de produits dérivés en 2009, lorsque prendra fin l'entente de non-concurrence conclue par les bourses canadiennes en 1999, année de la restructuration des marchés. Le Groupe TSX a fait alliance avec l'International Securities Exchange en vue de créer DEX, un nouveau marché boursier qui, aux termes d'un accord conclu avec Standard & Poor's, disposera des droits exclusifs pour la négociation de produits dérivés liés aux indices boursiers S&P/TSX. De son côté, la Bourse de Montréal est l'actionnaire majoritaire du Boston Options Exchange.

Conclusion

Le développement des technologies de l'information, la mondialisation des marchés financiers et les changements apportés à la réglementation sont en train de modifier l'environnement concurrentiel des opérateurs de marché. Les bourses traditionnelles disposent maintenant de plus de moyens pour se concurrencer sur leurs marchés respectifs, et elles tendent à se regrouper et à conclure des alliances stratégiques sur le plan national et international. Elles subissent en outre une concurrence de plus en plus forte de la part des systèmes de négociation parallèles, d'où le risque d'une fragmentation des marchés. Jusqu'à maintenant, toutefois, cette fragmentation a été largement freinée par la réglementation et par les outils technologiques qui permettent une meilleure interconnexion des marchés.

La structure de l'industrie évolue rapidement, et son avenir dépendra vraisemblablement en grande partie de la capacité des nouveaux SNP à se tailler une place sur le marché et de la mesure dans laquelle les décideurs publics et les opérateurs du marché parviendront à lever les derniers obstacles au regroupement des marchés boursiers.

Bibliographie

- Groupe des Trente (2006). *Global Clearing and Settlement: Final Monitoring Report*, Washington, Groupe des Trente.
- Paulden, P. (2006). « Keep the Change », *Institutional Investor*, vol. 40, n° 12, p. 55-59.
- Willoughby, J. (1998). « Execution's Song », *Institutional Investor*, vol. 32, n° 11, p. 51-54.