



LONDRES, CENTRE FINANCIER

ROBERT LASLETT*

DEFINITION D'UN « CENTRE FINANCIER »

En termes économiques, un centre financier est un ensemble d'activités et de services financiers ; ce n'est pas un ensemble d'entreprises, de traders ou même de marchés, mais plutôt un lieu où une valeur, sous forme de salaires payés et de revenus provenant du capital utilisé, est ajoutée aux produits financiers. L'analyse du revenu national fournit en général peu d'informations sur la manière dont la valeur ajoutée est créée dans le secteur des services financiers. En 1994-95¹, quelques éclaircissements y ont été apportés par des études spécifiques, telles que celles menées pour la *City of London Corporation* dans le cadre de son *City Research Project*. Il est possible d'établir, pour des centres financiers moins importants, tels que celui de Guernesey, dans les Iles Anglo-Normandes, une image assez complète des sources de la valeur ajoutée, ainsi que des liens avec d'autres centres financiers². Néanmoins, il n'est toujours pas possible de fournir ce type d'anatomie d'un centre financier majeur, tel que Londres.

A défaut, une analyse de nature moins quantitative peut être entreprise. John Kay a suggéré dans *Foundations of Corporate Success*³ que de la valeur est créée par les sociétés bénéficiant d'une ou de plusieurs des quatre principales sources d'avantage compétitif : l'architecture, la réputation, les actifs stratégiques et l'innovation. Ce classement peut être utilisé pour analyser ce qui fait le succès des centres financiers.

- architecture : les réseaux de relations de confiance entre les acteurs dans un centre financier, par exemple entre les banques d'investissement et les gestionnaires de fonds dans des introductions en bourse et d'autres distributions d'actions ou de titres, sont essentiels pour son fonctionnement efficace ;

- réputation : la réputation, aussi bien des sociétés travaillant dans un centre financier que des autorités qui en fixent les règles, est importante,

* Directeur des Services financiers, London Economics.

à cause de l'asymétrie de l'information qui caractérise les marchés de services financiers (les marchés de gros et de détail) ;

- actifs stratégiques : lorsqu'un centre financier a atteint une « masse critique », cela devient un actif stratégique qui assure le succès futur. Ce fait est dû aux externalités positives dont les sociétés bénéficient en s'établissant à proximité les unes des autres. Ces externalités protègent le centre bénéficiaire, si bien que lorsque des services se sont concentrés dans un centre, il n'y a aucun encouragement pour quiconque de partir.

- innovation : les avantages, issus de la faculté de créer de nouveaux produits, sont particulièrement provisoires dans des marchés de services financiers, à cause de la rapidité avec laquelle de telles innovations peuvent être imitées. Par conséquent, cela risque d'être une source de valeur ajoutée moins importante que le serait, par exemple, le cas de groupements de haute technologie.

Ces sources d'avantages compétitifs se renforcent mutuellement - il est probable qu'un centre, bénéficiant de plusieurs de ces avantages compétitifs, se trouve dans une position particulièrement forte. Ces avantages peuvent être utilisés pour l'organisation de facteurs fréquemment considérés comme étant des facteurs-clé pour le succès d'un centre financier, tels que :

- le volume et l'étendue de ses activités ;
- son ouverture, c'est-à-dire, dans quelle mesure le centre est caractérisé par des marchés entre sociétés plutôt que de grandes sociétés polyvalentes qui exercent leurs activités à tous les niveaux ;
- la qualité et la flexibilité de sa réglementation ;
- l'emplacement en termes de fuseau horaire ;
- la quantité et la qualité du travail de son personnel et son habileté aux langues les plus utilisées dans le secteur ;
- la qualité de ses locaux commerciaux, de l'infrastructure de ses transports et de ses télécommunications.

Ces relations figurent au tableau n° 1. Celui-ci montre, par exemple, qu'une bonne réglementation est importante pour toutes les sources d'avantages compétitifs.

Étant donné le rôle de renforcement mutuel des sources d'avantages compétitifs, celui-ci est par conséquent particulièrement crucial pour le succès d'un centre financier. Réciproquement, une infrastructure physique de grande qualité, telle que les télécommunications et les transports, est surtout importante en tant qu'actifs stratégiques. Il est probable que ces infrastructures sont seulement importantes pour le succès d'un centre financier, lorsqu'elles sont combinées avec d'autres facteurs favorables.

Tableau n° 1
Caractéristiques des centres financiers et leur contribution
aux sources d'avantages compétitifs

	Architecture	Réputation	Actifs stratégiques	Innovation
Volume et étendue	Etendue importante	les 2 importants	Volume important	
Réglementation	importante pour la confiance mutuelle des sociétés	Importante pour la certification qualité	Importante pour la confiance des intervenants extérieurs	Souple pour favoriser l'innovation
Ouverture	Importante pour permettre une modification structurelle			Importante, par exemple similarité légale avec les USA
Emplacement en fuseau horaire			Important avec l'avènement du commerce global	
Personnel			La qualité et la quantité sont importantes	Importante
Infrastructure			Importante	

Ce cadre peut également être utilisé pour examiner l'histoire - et les perspectives - du centre financier de Londres.

*L'HISTOIRE DE LONDRES EN TANT QUE
CENTRE FINANCIER*

Tout au long de son histoire, la liberté relative du Royaume-Uni par rapport à une réglementation restrictive et son ouverture à l'immigration étrangère, ainsi que l'arrivée d'établissements étrangers, ont renforcé la croissance de Londres. Néanmoins, l'importance relative d'autres facteurs s'est modifiée avec le temps. On peut distinguer trois périodes principales.

Pendant la première période, avant 1914, le rôle de Londres en tant que centre financier est issu de sa position de centre commercial national et international, ayant amené des marchés dans les domaines de l'assurance, de la navigation, des marchandises et de la banque. A cette époque, les principales activités consistaient dans la gestion d'investissements directs et dans des portefeuilles outre-mer, ainsi que dans les activités en tant que centre international de réserve bancaire. En termes d'avantages compétitifs, les liens de Londres avec une économie réelle majeure et exportatrice de capital étaient un actif stratégique vital.

Pendant la deuxième période, après la Première Guerre mondiale, l'importance relative de Londres a diminué avec le déclin du Royaume-

Uni par rapport à son importance commerciale et la perte de cet actif stratégique. Sa résurgence après la Seconde Guerre mondiale, suivait le relâchement des contrôles de change du Royaume-Uni (1958) et le développement des euro-marchés (dans les années 1960). Par conséquent, pendant cette période l'ouverture, ainsi qu'une fiscalité et un environnement légal et réglementaire favorables, furent les facteurs-clé expliquant l'avantage compétitif de Londres. Depuis cette époque, Londres a été capable de consolider ses avantages et de développer d'autres attributs qui renforcent son avantage compétitif dans le monde financier moderne des marchés internationaux complexes et des services de support.

Les facteurs suivants ont été particulièrement importants :

- la faculté d'attirer du personnel hautement qualifié (de provenance nationale et internationale) ;
- le développement de services de support de grande qualité (notamment dans le domaine des télécommunications).

Tous ces facteurs ont contribué à la capacité de Londres de conserver et d'attirer des liquidités.

On pourrait soutenir que Londres entre maintenant dans une troisième période dans laquelle les sources des avantages compétitifs ont encore changé. L'environnement réglementaire du Royaume-Uni n'est plus aussi distinctivement un avantage qu'il le fut jadis. La dématérialisation des marchés de services financiers pourrait signifier que les économies externes de l'information provenant de la concentration des services dans un centre, diminuent en importance. Il existe des indices qui montrent que Londres est en train de perdre sa position compétitive marché après marché en faveur de concurrents, comme ce fut le cas de Liffe par rapport à Eurex pour le contrat Bund. De plus, les centres financiers ne sont peut-être plus un concept valide dans l'environnement d'aujourd'hui, dominé par la technologie.

Procédons maintenant à l'examen de ces changements, afin de constater lesquels sont réels et lesquels sont seulement apparents, en utilisant le cadre de l'avantage compétitif.

QUELS ELEMENTS-CLE D'UN CENTRE FINANCIER SONT EN TRAIN DE CHANGER ?

Quelques changements importants sont évidents. Tandis que, par le passé, il était important que les centres financiers soient étroitement liés à des économies réelles majeures, - puisqu'ils ont été créés à cause du besoin de financer les projets d'investissement d'une économie réelle -, cela n'est plus un élément indispensable et son importance diminue. D'autre part, avec l'avènement du commerce transfrontières et l'évolu-



tion vers la globalisation, la position d'un centre en termes de fuseau horaire est devenue de plus en plus importante. Les Etats-Unis, l'Europe et l'Extrême Orient donnent, entre eux, accès aux transactions 24 heures sur 24, par conséquent certains avancent qu'il existe un marché pour seulement un centre financier dominant dans chaque zone.

En attendant, plusieurs exigences-clé restent déterminantes pour un centre financier, à savoir:

- *réglementation et application légale*: même lorsque la portée des activités des services financiers devient globale, les pratiques locales réglementaires et légales restent importantes pour la confiance mutuelle, afin de réaliser des contrats, partenariats et transactions qui permettent un fonctionnement efficace du marché ;

- *personnel*: un centre financier a toujours besoin de pouvoir puiser dans un personnel important et hautement qualifié. Il semblerait que des changements dans le domaine technologique n'aient pas réduit le besoin en personnel : ils ont plutôt augmenté le besoin en flexibilité et en compétences nouvelles ;

- *volume et étendue des activités*: dans le but de minimiser les risques, les investisseurs chercheront toujours à diversifier les activités et ils continueront à vouloir accéder à une large gamme de produits et de marchés fluides au sein d'un centre financier. Cependant, le volume et l'étendue sont autant le résultat d'un avantage compétitif qu'ils en sont la source et ils ne peuvent pas, à eux seuls, fournir une base solide pour l'avenir du centre ;

- *infrastructure physique et services de support de grande qualité*: les locaux commerciaux, les transports, les télécommunications et les services de support, tels que l'accès à des avocats et des experts comptables, doivent aller de pair avec les exigences de l'industrie des services financiers, afin de permettre aux centres financiers de fonctionner avec succès.

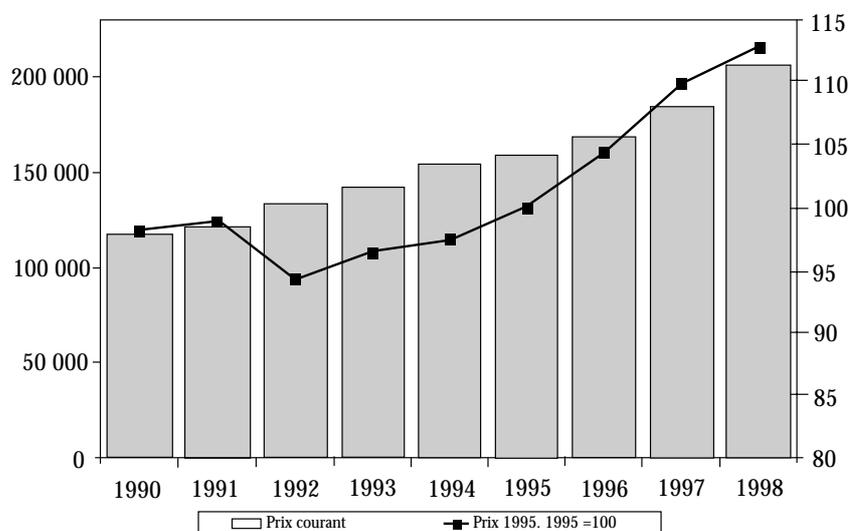
QU'ADVIENT-IL DE LA POSITION COMPETITIVE DE LONDRES ?

Actuellement, Londres est bien doté dans la plupart des aspects-clé. Le volume et l'étendue des activités sont les facteurs les plus faciles à identifier. La City génère presque un tiers du commerce de change étranger à l'échelon mondial et plus d'un tiers du marché des produits dérivés non cotés en bourse. Londres est le plus grand centre pour la gestion des fonds et le commerce international des obligations. La ville compte plus de 550 banques, y compris plus de banques américaines que New York et plus de banques allemandes que Francfort. Plus de 250 000 personnes sont employées dans la City, tandis que 4 millions de personnes de plus sont employées par l'industrie des services financiers

dans l'agglomération londonienne et le reste du Royaume-Uni. Malgré la décision du Royaume-Uni de rester, dans un proche avenir, à l'extérieur de l'Union monétaire européenne, Londres continue d'augmenter sa part de transactions européennes du marché des capitaux. Pendant les neuf premiers mois de 1999, la participation londonienne aux marchés d'obligations négociés en euros, est passé de 48 à 58 %, comparée à la même période en 1998.

Comme le montre le graphique n° 1, la valeur ajoutée brute⁴ du secteur des services financiers du Royaume-Uni ne montre pas de signes de ralentissement. Au lieu de cela, elle est passée de 23 % du PNB du Royaume-Uni en 1990, à presque 28 % en 1998. La valeur ajoutée totale en provenance de ce secteur, s'élevait juste au-dessus de 200 milliards de livres. Cette valeur est supérieure à celle des secteurs combinés de l'industrie et de la construction.

Graphique n° 1
Valeur ajoutée brute provenant de services financiers
au Royaume-Uni
(en millions de livres)



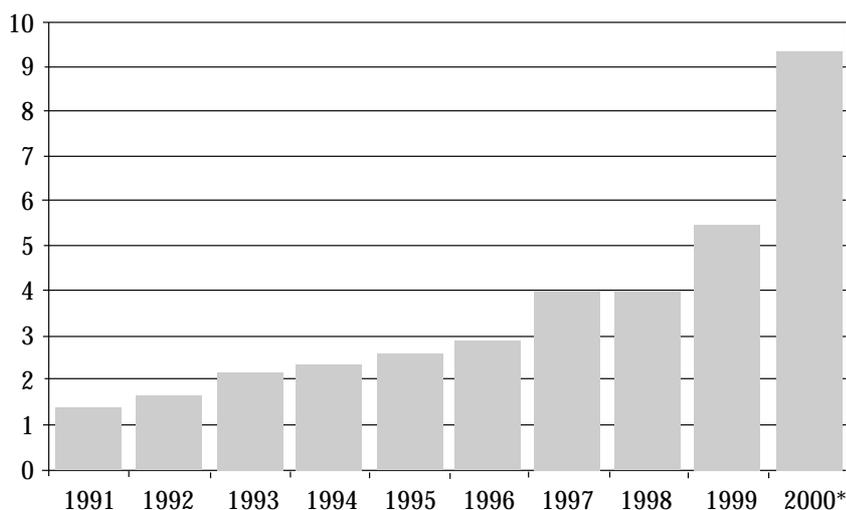
Prix courants de base - 1995 prix de base 1995 = 100
Source : ONS 2000

Les profits qui reviennent à Londres, grâce à sa position prédominante et son cycle sain de liquidités, se sont avérés très changeants.

Les externalités de réseau positives dont bénéficient les entreprises, en s'installant à proximité les unes des autres, continuent à protéger sa

position dominante. Ce type de phénomène ne se limite pas aux centres financiers. Dans l'industrie cinématographique, par exemple, Hollywood reste un centre prédominant, en grande partie grâce à l'agglomération d'intervenants majeurs dans le financement et la production de films. Lorsque d'autres centres de l'industrie du cinéma deviennent importants, cela se passe souvent de concert avec Hollywood. Londres continue, en tant que centre financier « bénéficiaire », à attirer des marchés supplémentaires, parce que le volume important des transactions garantit que les marges restent étroites. Le graphique ci-dessous représente la croissance continue qui s'est produite dans la liquidité du marché des valeurs au Royaume-Uni.

Graphique n° 2
La moyenne des transactions quotidiennes
de valeurs du Royaume-Uni
(en milliards de livres)



Source: London Stock Exchange

Ce cercle vertueux ne s'applique pas uniquement à la liquidité, mais également à la faculté d'un centre prédominant d'attirer des affaires étrangères, du travail et des services de support de grande qualité. Mais, comme il a été mentionné ci-dessus, le volume et l'étendue sont aussi bien un résultat qu'une source d'avantages compétitifs et ils ne peuvent pas être nécessairement maintenus, lorsque d'autres facteurs fondamentaux changent.

L'avènement du commerce transfrontière et l'établissement des ré-

seaux de communications électroniques (ECN) changent-ils de façon fondamentale les facteurs déterminants d'un centre financier ? La création de ces nouvelles technologies impliquent que le commerce et les centres financiers n'ont pas besoin de se trouver au même endroit et, en effet, dans le cas des réseaux de communications électroniques, le commerce n'a pas besoin d'être localisé où que ce soit. Cependant, cela n'est pas fondamental, étant donné notre définition d'un centre financier en termes de lieu de valeur ajoutée plutôt que de celui de sociétés, commerces ou marchés. Le centre financier continue, en termes de valeur ajoutée, d'être l'endroit majeur pour des emplois nécessitant une grande compétence, un talent individuel et du capital.

L'importance de cette distinction était tout récemment illustrée lors de la compétition entre le Liffe et Eurex, la bourse électronique des opérations à terme, basée à Francfort. En 1998, Eurex a « capturé », grâce à sa technologie supérieure sur écran, les opérations vitales d'obligations à terme du gouvernement allemand des dix dernières années, face au Liffe. Ce fait a été interprété à cette époque comme un symptôme de la perte de l'avantage compétitif de Londres, mais la réalité sous-jacente a été plus complexe et révélatrice en ce qui concerne la vraie nature des avantages compétitifs.

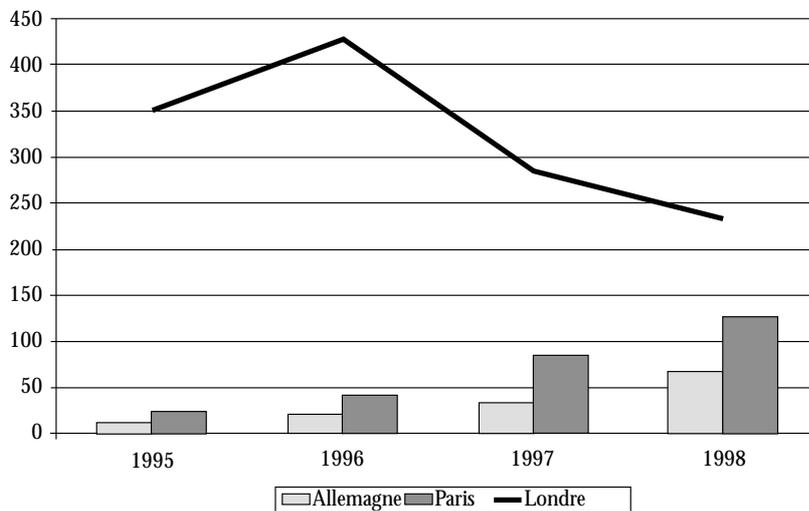
Même si le Liffe a perdu une proportion importante de son volume et de ses liquidités, Londres en a peu souffert et le gain de Francfort ne fut pas une victoire significative. Si le commerce basé sur écran, meilleur marché, a permis que les transactions et liquidités passent à la Bourse de Francfort, l'installation d'écrans à Londres a eu comme impact que les *traders* eux-mêmes ne se sont pas délocalisés. Francfort a gagné une augmentation des transactions à terme, mais Londres a retenu les emplois, les compétences et l'investissement.

Clairement, Londres ne peut se permettre de parier que la perte d'autres marchés individuels, et à plus forte raison un important nombre de marchés, causera de façon similaire peu de dommages. Le capital et le travail sont mobiles et la compétition européenne augmentera : l'euro devrait mener à une plus grande intégration dans les marchés de capitaux en Europe. L'exemple du Liffe - même si, vu avec du recul, il a causé peu de dommage, - sert à démontrer combien les marchés financiers peuvent être exigeants et changeants. Puisque la technologie informatique s'améliore et que le commerce à distance devient rapidement la règle, les éléments individuels d'un centre financier sont de plus en plus remis en question.

Des signes clairs de pressions compétitives existent :
- le commerce des actions continentales est revenu du SEAQ de Londres vers des marchés européens ;

- la London Stock Exchange est en train de fusionner avec la Deutsche Börse/pour former iX ;
- la tendance à la baisse concernant de nouvelles demandes de cotation à la Bourse de Londres pendant les dernières années suggère que Londres n'est plus un choix « automatique » pour les sociétés arrivant sur le marché (voir le graphique n° 3).

Graphique n° 3
Nouvelles admissions aux bourses de valeurs de Londres,
Francfort et Paris



Source: London Stock Exchange

QU'EST-IL SUSCEPTIBLE DE SE PRODUIRE A L'AVENIR ?

Concluons en examinant ce que Londres doit entreprendre afin de rester compétitif. A cette fin, nous utiliserons les facteurs affectant les avantages compétitifs tels qu'ils figurent au tableau n° 1. Deux des six caractéristiques qui y sont énoncées (volume/étendue et emplacement en fuseau horaire) sont des données objectives.

Les quatre facteurs restants sont les suivants :

- la réglementation (y compris la fiscalité) ;
- le degré d'ouverture ;
- le personnel ;
- les infrastructures.

Londres reste un centre financier très ouvert et cela continue d'être une source d'avantages compétitifs. Cependant des « points noirs » subsistent dans les domaines restants.

Le régime de la réglementation et de la fiscalité favorables de Londres est-il en danger ?

Dans les années 1960, Londres en tant que centre financier s'est développé en partie, parce qu'une augmentation de la taxe sur les paiements d'intérêts a fait fuir un volume de capitaux considérable en provenance des Etats-Unis vers la Grande-Bretagne, ce qui a créé le marché des euro-obligations. Une croissance similaire du fardeau de la réglementation ou de la taxation à Londres pourrait, dès à présent, transférer l'investissement de Londres vers des centres aux régimes réglementaires moins contraignants. Prenons deux exemples : Londres se trouve devant des choix concernant le droit de timbre, et la nécessité de se mettre en conformité avec la réglementation de l'UE.

Le droit de timbre

Le Royaume-Uni lève à présent un droit de timbre sur les transactions de valeurs à un taux supérieur (0,5 % de la valeur) à celui de tout autre pays compétitif majeur. Une enquête⁵ récente soulignait que la suppression de cette taxe augmenterait le volume des transactions de valeurs d'environ 40 % et rapporterait des revenus économiques d'environ 3 milliards de livres par an. Réciproquement, le maintien de la taxe prive Londres de ces revenus.

De cette enquête ressortait également le fait que la tendance du marché du Royaume-Uni au droit de timbre risque d'augmenter. Les nouvelles technologies et une pression toujours croissante sur les gestionnaires de fonds ont deux répercussions : d'abord, elles rendent la surveillance des transactions plus facile et la nécessité de les réduire plus indispensable. Les acteurs du marché chercheront toujours davantage à minimiser ou à éviter la taxe. Comme la taxe figure dans l'enregistrement des actions au Royaume-Uni, elle pourrait entraîner l'investissement dans des valeurs à l'étranger (notamment celles des Etats-Unis ou de l'Europe où le droit de timbre représente soit une fraction de celle du Royaume-Uni ou n'existe pas du tout) ou même inciter les sociétés du Royaume-Uni à se ré-enregistrer sur d'autres marchés. Etant donné que le marché européen de la gestion d'investissement continue de se détourner de l'admission basée sur l'origine géographique pour se diriger vers le commerce sectoriel, le coût économique de la taxe pour Londres risque d'augmenter.

La réglementation et l'UE

La tendance vers des accords internationaux, par rapport à la réglementation, réduit également l'avantage compétitif de Londres. Les décisions concernant la réglementation, prises par la Commission de l'UE, sont moins entraînées par leur impact sur les centres financiers



internationaux que dans le cas de la législation du Royaume-Uni. Bien que la City ait, jusqu'à présent, été peu affectée par les directives de l'UE, les possibilités de conflit sont tout à fait réelles.

La difficulté à laquelle Londres est confronté en essayant d'adapter sa structure réglementaire favorable à celle de l'UE, est représentée par l'introduction proposée de la retenue à la source. Le projet controversé de la directive de l'UE propose une taxe standard de 20 %, devant être retenue sur tous les comptes de dépôt à travers l'Europe. Le marché qui risque le plus d'être affecté, est le marché de l'euro-obligation dont Londres dépend. L'instauration de cette taxe fournirait le prétexte aux opérations sur les euro-obligations d'émigrer en Suisse ou dans d'autres centres offshore où la taxe ne s'applique pas.

L'infrastructure de Londres est-elle adéquate ?

Londres doit s'assurer que l'infrastructure qui a soutenu sa position soit maintenue et élargie. Le fait que l'infrastructure physique de Londres, - comprenant le système des transports et la technologie sur laquelle les compensations de paiement entre les banques sont effectuées - , nécessite un investissement supplémentaire, est largement reconnu. Par exemple, la difficulté de faire entrer les gens dans la City et de les en faire sortir, signifie déjà un embouteillage et limitera la future croissance, si les réseaux ferroviaires et du métro ne sont pas améliorés.

Le Royaume-Uni n'a pas la même tradition par rapport à l'investissement de l'infrastructure menée par le secteur public, dont bénéficient la France ou d'autres pays de l'UE. Le coût élevé de projets majeurs, tels que la liaison ferroviaire du Tunnel sous la Manche et l'extension de la Ligne Jubilee (du métro), démontrent les limites d'une approche financière privée. La gageure consistera à développer des types d'investissement d'infrastructure dans lesquels les priorités du secteur privé puissent se refléter dans le programme d'investissement public - peut-être par des développements de la *Private Finance Initiative* du Royaume-Uni.

Le Royaume-Uni a-t-il le personnel adéquat ?

La qualité de l'éducation est l'une des clés pour la création d'une force de travail hautement qualifiée, dont le secteur financier a besoin. Le système universitaire du Royaume-Uni comprend un nombre d'institutions qui comptent parmi les meilleures en Europe et qui a récemment été étendu, afin d'encadrer une proportion de la masse d'étudiants aussi importante qu'aux Etats-Unis. Cependant, aucune institution du Royaume-Uni n'atteint les normes de qualité des meilleures universités aux Etats-Unis. L'éducation au Royaume-Uni, en tant qu'entité, continue d'être confrontée à des restrictions réelles du support financier pour l'étudiant. Même l'important transfert du financement par subventions

vers un système de prêts pour les étudiants a libéré relativement peu d'argent pour les institutions elles-mêmes. En attendant, la demande d'éducation continue d'augmenter.

A court terme, cela ne sera peut-être pas un problème pour Londres, puisqu'il peut attirer, et attire, du personnel très compétent en provenance de l'étranger. Mais cela ne peut être qu'une partie de la solution. Comme pour l'infrastructure, le Royaume-Uni devra trouver des voies plus flexibles pour combiner le financement public et privé, afin de maintenir le système d'éducation pouvant fournir les compétences dont un centre financier a besoin.

Le défi le plus immédiat à l'avantage compétitif de Londres, par rapport aux centres concurrents, vient du changement du fardeau réglementaire et fiscal. Les augmentations des taxes ou le coût de la mise en conformité avec la réglementation financière pourraient inciter des investisseurs à forte mobilité, des enregistrements de sociétés, les IPOs et finalement le marché des euro-obligations à chercher des centres *offshore* aux fardeaux réglementaires moins contraignants.

70

Pour conclure, examinons de façon un peu plus détaillée quelles conséquences un tel scénario pourrait avoir. La première réflexion suggère que le changement pourrait s'effectuer de l'une des deux manières suivantes :

1 - En fragmentant le marché, - de façon à ce que les produits dérivés soient négociés à Francfort et les introductions en bourse dans une bourse virtuelle à travers l'Europe, par exemple ;

2 - En transférant un marché vers un centre déjà établi.

Si le marché devient fragmenté, Londres n'est pas très menacé. Dans cette situation, il est probable que les transactions se déplaceraient en *offshore*, mais que la plupart des revenus et par conséquent les emplois, resteraient dans la City.

La possibilité qu'un marché s'installe dans un centre déjà établi, est beaucoup plus inquiétante. Là où les centres sont prêts à atteindre une «masse critique», les externalités positives pourraient signifier que le fardeau réglementaire toujours croissant de Londres ne déplacerait pas seulement les transactions, mais également le capital et les emplois, dont la City dépend, vers un centre financier compétitif. Une des menaces la plus imminente est que l'introduction de la retenue à la source déplaça le marché de l'euro-obligation vers la Suisse. Il serait ironique que Londres subisse un préjudice dû à un alourdissement de la fiscalité similaire au fardeau de taxes qui a créé le marché de l'euro-obligation à Londres aux dépens des Etats-Unis dans les années 1960.



NOTES

1. Voir par exemple Subject Paper IX *The competitive advantage of the fund management industry in the City of London*, Kay, Laslett et Duffy, février 1994 et Subject Paper X *The competitive advantage of the shipping industry in the City of London*, Kay et al. septembre 1994.
2. Voir *How much does Guernsey contribute to the UK*, un rapport par London Economics for the States of Guernsey, septembre 1999.
3. Oxford University Press, 1993.
4. C'est-à-dire comprenant des marges d'intérêts nettes
5. *The impact of a reduction in stamp duty on UK equity transactions*, un rapport par London Economics pour la London Stock Exchange, novembre 1999.