

Évolution et perspectives des intermédiaires financiers électroniques

Internet et les nouvelles technologies n'ont pas simplement marqué les marchés financiers comme l'une des plus grandes bulles spéculatives de ce siècle, mais également comme une étape fondamentale vers de nouvelles formes d'intermédiation financière.

Arnaud ROCHE
Consultant
Neoxia



■ Dès la fin des années quatre-vingt-dix, de nouveaux acteurs se sont emparés de ce média pour en faire leur support exclusif d'offres financières (courtiers en ligne, places de marchés financières, ECN - *Electronic communication network*...), volant ainsi la vedette aux acteurs traditionnels de ce secteur. Ces nouveaux venus ont profité des débuts euphoriques d'internet pour se multiplier et lever des sommes colossales pour financer leurs développements et leurs ambitions.

Au début des années 2000, l'essoufflement de la bulle spéculative a eu une double répercussion sur eux. La chute des marchés financiers et les baisses de volumes de transactions en résultant, les ont privés de leur principal revenu, à savoir les commissions sur transactions financières. Ensuite, leur étiquette de start-up les a lourdement desservis auprès des investisseurs échaudés par l'épisode internet.

Aujourd'hui, les intermédiaires financiers en ligne qui ont su traverser la tempête en sont ressortis renforcés, endurcis et assainis. Ils ont fortement travaillé leurs offres pour les adapter aux réels besoins et perspectives du marché. Ces acteurs font aujourd'hui partie du paysage des intermédiaires financiers et ont acquis une légitimité qui leur permet d'inquiéter les acteurs traditionnels et les pousser à s'adapter.

Au cours de cet article, nous nous pencherons sur les étapes qui ont conduit à l'émergence des acteurs financiers en ligne, jusqu'à leur récente

recomposition. Nous verrons l'enjeu qu'ils représentent pour les marchés financiers et les intervenants traditionnels.

Émergence des intermédiaires financiers en ligne

L'apparition des intermédiaires financiers en ligne ne doit rien au hasard et l'arrivée d'internet n'en a pas été le déclencheur mais l'amplificateur. Le secteur financier a vécu des transformations au cours des dernières années et a atteint une maturité qui a favorisé l'émergence de ces acteurs en ligne, en créant un environnement favorable à cette émergence.

• Transformations structurelles

Jusqu'au début des années 1980, et principalement en Europe, la législation bancaire distinguait, d'une part, un secteur financier de droit commun et, d'autre part, toute une série d'établissements à statut légal spécial, soumis à des réglementations spécifiques. Le système bancaire apparaissait dès lors cloisonné, relevant de législations complexes hétérogènes et d'autorités de contrôle diverses. L'apparition de nouveaux acteurs était dès lors fortement entravée et la spécialisation des établissements (établissements de crédit, établissements de dépôts, banque d'affaires) limitait considérablement les débouchés et la concurrence.

Depuis les années 1980, et sous l'impulsion des gouvernements, les acteurs financiers ont connu une vague de

privatisations, fusions, acquisitions qui ont profondément remodelé le paysage financier. Progressivement, des groupes de taille internationale et offrant des services très diversifiés ont fait leur apparition. La dérégulation du secteur financier et la réduction du ticket d'entrée a également favorisé l'émergence de nouvelles entités de taille réduite et fortement spécialisées, comme les places de marchés financières internet.

• Transformations technologiques

Le secteur financier a traditionnellement toujours été un précurseur dans l'utilisation des technologies de l'information. La nature des services qu'il offre se prête particulièrement bien à la dématérialisation et à l'électronisation des échanges.

L'utilisation de ces technologies sur les marchés de capitaux, a profondément et durablement bouleversé leur fonctionnement. Ces transformations n'ont pas été uniformes entre les principales places financières, notamment entre les États-Unis et l'Europe.

Aux États-Unis, l'utilisation des technologies de l'information a démarré dans les années 1970, avec pour ambition d'optimiser le processus de règlement-livraison. L'origine de ces besoins datait du début des années 1960 avec la forte croissance des volumes de transactions. Sur le New York Stock Exchange (NYSE), il s'échangeait alors 12 millions d'actions par jour. Si aujourd'hui ces volumes peuvent paraître dérisoires, au regard des 5 milliards d'actions échangés quotidiennement, l'absence d'automati-

sation du back-office a conduit à une crise des papiers. Les back-offices n'arrivaient plus à traiter le rythme effréné des transactions. Les premières mesures ont consisté à réduire les heures de cotations et à étendre les délais de règlement. Mais une réflexion à plus long terme a conduit à la création de la Depository and Trust Company (DTC) en 1973 et en 1976 à celle de la National Securities Clearing Corporation (NSCC). Ces organismes visaient la centralisation et la simplification des règlements entre intervenants du NYSE.

L'Europe quant à elle n'adopta massivement les technologies de l'information que plus tardivement au début des années 1980. L'événement déclencheur fut la création par le London Stock Exchange (LSE) de la première plateforme de cotation électronique européenne (SEAO : Stock Exchange Automation Quotation System), essentiellement dédiée aux fortes capitalisations européennes. La réussite de cette plateforme a rapidement inquiété les places boursières continentales, qui y ont répondu par une dérégulation de leur marché et l'adoption de leur propre système de cotation électronique. La disparition progressive des cotations à la criée, la croissance des volumes ont poussé les institutions financières à adopter des moyens électroniques pour s'adapter à ces nouvelles exigences.

Les répercussions de l'électronisation des échanges, l'adoption et la démocratisation rapide et massive des moyens technologiques associés, ont facilité l'interconnexion des systèmes d'information des banques. Elles ont également rendu possible la création d'acteurs purement électroniques, sans réseau d'agences.

Évolution des intermédiaires financiers en ligne

• Phase de création et de prolifération

Au milieu des années 1990, le secteur financier a profité de l'engouement général sollicité par internet pour s'implanter sur ce média. Mais comme ce fut le cas sur d'autres secteurs d'activités, les personnes qui prirent l'initiative de développer une offre d'intermédiation financière via internet, n'étaient pas les acteurs traditionnels de ce secteur. La plupart des acteurs majeurs sont long-

temps restés à l'écart de cette première vague d'implantation sur internet, et la réticence des places de marchés réglementés traditionnelles à ouvrir leur système d'information à ces nouvelles technologies n'a fait qu'accroître la naissance de ces solutions alternatives.

L'euphorie qui a précédé l'éclatement de la bulle spéculative, a donné les moyens financiers à la prolifération des intervenants sur internet. Cette débâche d'investissements a permis de réaliser en quelques années des innovations technologiques et de faire émerger des idées, qui en temps normal auraient pu prendre des années à voir le jour.

• Phase de disparition

Sur les 1 500 places de marchés européennes lancées du milieu à la fin des années 1990, moins de 300 sont aujourd'hui actives.

L'éclatement de la bulle internet et les attentats du 11 septembre les ont relégués au second plan des préoccupations des entreprises. Ces événements ont eu un double effet ravageur pour les places de marchés financières, à savoir l'assèchement des levés de fonds liés à la défiance des investisseurs et la chute des opérations financières liées aux contextes défavorables des marchés financiers et principales sources de revenus pour ces intermédiaires.

Par ailleurs, la prolifération des places de marchés électroniques financières a favorisé la dispersion des sources de revenus et l'accroissement de la concurrence. L'absence de flux de transactions conséquents et donc de perception de frais d'intermédiation, n'a pas permis d'amortir les lourds investissements technologiques qui avaient été fortement sous-estimés. La concurrence a fait chuter de façon spectaculaire les revenus de ces places de marchés financiers, ramenant les frais de courtage compris entre 2 % et 8 % au début 2000 à 0,5 % et 2 % un an plus tard. En comparaison, une place aussi incontournable que le NYSE, sur lequel ont été échangés 8 900 milliards de dollars l'année dernière, n'a « seulement » généré que 736 millions de dollars. Soit un courtage de 0,01 %. Ce qui donne une idée du chemin qu'il reste à parcourir en termes de consolidation pour les plateformes électroniques.

L'absence, durant les premières années, d'acteurs traditionnels du secteur financier, a ôté à nombre de places de

marchés la possibilité de s'adosser à des structures d'expérience, capables d'absorber les lourds investissements de démarrage et s'appuyant sur une solide base de clientèle. En conséquence, les frais engagés pour conquérir ces clients, et les concessions consenties à ces derniers ont été élevés et n'ont fait qu'alourdir les premiers investissements.

• Phase de consolidation

Pour autant, les fondements de l'euphorie n'ont pas été qu'illusoire. L'arrivée d'internet a profondément et durablement bouleversé l'intermédiation financière. Les places de marchés financiers qui ont su traverser la crise l'ont fait au prix d'un revirement important de leur stratégie : rationalisation et forte réduction des dépenses en marketing, réduction du coût d'acquisition du client. Si durant plusieurs années la simple appellation de « places de marché électronique » était un sésame à la levée de fonds, elle n'autorise plus les écarts de conduite, bien au contraire. Les investisseurs ont besoin d'être rassurés, et cela a dû passer souvent par l'arrivée à la direction de ces sociétés de profils de manager, certes moins exubérants, mais plus rompus à la gestion pragmatique d'une entreprise.

La phase de consolidation s'est traduite, aux États-Unis, par la concentration des places de marchés, donnant naissance à des intermédiaires capables de rivaliser avec les acteurs traditionnels. En Europe, ce fut l'occasion pour les acteurs traditionnels, tels que les banques, de prendre pied sur un marché qu'elles avaient négligé, en rachetant des enseignes à bon compte ou en prenant des participations.

Aujourd'hui, le paysage des places de marchés financiers électroniques se stabilise et même si les créations/disparitions/concentrations/rachats sont toujours d'actualité, ils ont tendance à se raréfier. C'est la conséquence des restructurations et réorganisations mises en place, mais également l'adoption massive par les clients de ce moyen d'intermédiation financière.

Des perspectives encourageantes

Les dernières statistiques sur les volumes de transactions captés par ces places de marchés, sont très encourageantes, voire dans certains cas spectaculaires. Celent anticipe que d'ici à fin

2007, 60 % des transactions *fixed income* et change seront réalisées électroniquement. Début 2002, les ECN (réseaux d'échange électroniques), type Instinet, Archipelago, étaient à l'origine de 50 % des transactions totales sur le Nasdaq et avaient réussi à capter 5 % des transactions du NYSE. Peut-on pour autant voir dans la multiplication de ces succès une tendance durable conduisant à la prolifération de la cyberfinance ? Quels en sont les enjeux pour les différents clients potentiels (banques, courtiers, investisseurs institutionnels...) et les raisons qui justifient son utilisation ?

Avec l'arrivée d'internet, l'accès à l'information s'est grandement simplifié et certains domaines, qui autrefois relevaient de la chasse gardée, se sont rapidement démocratisés. Sur les marchés financiers, le moindre particulier peut aujourd'hui investir en s'appuyant sur des outils dignes d'un professionnel : conseils d'investissement, données en temps réel, exécution instantanée des ordres... tout cela est à portée de mains. Mais cette ouverture a également fortement servi les petites sociétés qui dorénavant peuvent accéder à des produits financiers de gestion de trésorerie, autrefois réservés aux seules multinationales. Les montants minimums exigés aux clients pour accéder à ces outils de *trading* en ligne sont passés du million d'euros à quelques dizaines de milliers d'euros.

Les plateformes électroniques n'ont pas seulement convaincu les petits clients, mais également ont su conquérir les plus importants en répondant efficacement à certains de leurs souhaits. Comme le besoin de liquidité supplémentaire, la possibilité de traiter en dehors des heures officielles des places de cotations réglementées, ainsi qu'en proposant des services riches et diversifiés autour du *post trading*. Des ECN, tels que Instinet, Archipelago, Island... ont su intégrer ces besoins pour drainer des flux transactionnels vers leur place de marchés en ligne.

Du point de vue des institutions financières, l'utilisation de ces supports ouvre de nouvelles perspectives et opportunités par l'accroissement des volumes, la simplification et la réduction du coût d'acquisition de nouveaux clients, la réduction des frais de traitement des transactions par l'automatisa-

tion... La connexion du système d'information des banques à ces places de marchés, est simplifiée par l'expérience de longue date qu'elles possèdent sur le *trading* électronique et par l'infrastructure déjà présente. En dématérialisant de bout en bout les transactions, les institutions financières accèdent également à des outils de suivi d'activité, de gestion du risque plus dynamique et réactif, de réduction du temps de règlement et de fluidification du processus de STP (*Straight through processing*).

En contrepartie, la circulation accélérée de l'information a engendré une meilleure transparence des prix pratiqués et donc une pression accrue sur les marges. Pour conserver leur compétitivité, les institutions financières doivent accroître le volume de transactions générées, en se positionnant sur de nouveaux médias et l'utilisation des places de marchés financières sur internet est aujourd'hui le débouché le plus accessible et le plus évident pour y parvenir.

« Avec l'arrivée d'internet l'accès à l'information s'est grandement simplifié et certains domaines qui autrefois relevaient de la chasse gardée, se sont rapidement démocratisés. »

À l'heure actuelle, l'essentiel des produits financiers présents sur les places de marchés en ligne, tels que TradeWeb, FXAll, BondVision... sont des produits simples : *spot, swap, bonds corporates, bonds govies*, etc. Les clients traitant sur ces produits financiers, par l'intermédiaire de ces places de marchés, ont accès à des outils et à des informations dignes de professionnels. Dès lors la valeur ajoutée que pouvaient avoir les institutions financières, au travers du contact commercial téléphonique, est beaucoup plus discutable. Cette situation pousse les institutions financières à réorganiser leurs forces de vente et à revoir la nature du conseil fourni à leurs clients. Les ressources humaines autrefois mobilisées autour des produits financiers simples, aujourd'hui commercialisés sur les places de marchés financiers internet, sont opportuni-

ment disponibles pour valoriser des produits et des stratégies plus complexes pour lesquels les banques, courtiers... ont une réelle valeur ajoutée et un savoir-faire qui relève de leur cœur de métier. Ce virage stratégique pour les banques suit les besoins croissants des clients pour des offres de produits financiers personnalisés et engendrant de fortes commissions.

Quel avenir ?

Les dérégulations successives des marchés financiers et les innovations technologiques ont contribué à préparer un terrain favorable à l'émergence des places de marchés en ligne, sur le créneau bien protégé et somnolent de l'intermédiation financière. L'arrivée d'internet leur a permis de diffuser leurs services à un large public.

Mais l'euphorie des premières heures a contribué à sous-estimer l'impact des investissements élevés consentis au démarrage et pour de nombreux acteurs, a hypothéqué les chances de rentabilité. Ceux qui ont su tirer leur épingle du jeu, et ont entrepris les nécessaires adaptations pour mettre en place un plan de développement réaliste, connaissent une croissance élevée de leurs volumes de transactions. Même si des ajustements sont encore à attendre, les arguments avancés pour séduire le client sont convaincants : automatisation du cycle de vie d'une transaction, carnet étoffé et diversifié de clients, souplesse des heures de cotations, coûts d'intermédiation compétitifs, liquidité, coût et simplicité de connexion...

Les récentes et discrètes prises de participation des acteurs traditionnels de l'intermédiation financière (banques, courtiers, etc.) dans le capital des places de marchés en ligne, viennent renforcer leur légitimité.

Les années à venir risquent encore de conduire à des rapprochements entre acteurs, dans un domaine où les volumes de transactions sont fondamentaux pour survivre, générer de la liquidité et convaincre de nouveaux clients. Les services jusqu'à aujourd'hui fortement axés sur le *pre trade* vont s'étendre au *post trade* (règlement, livraison), pour séduire de plus en plus de clients et surtout apporter un relais de croissance aux commissions sur transaction qui seront encore amenées à baisser. ●