

Les aiguilleurs de l'innovation financière

Intermédiation ou désintermédiation, les courtiers renforcent leur chaîne de création de valeur.

En novembre 2007 la réforme "MIFID" (*markets in financial instruments directive*), au nom peu évocateur, instaure un nouveau cadre réglementaire des marchés d'instruments financiers en France. Un détail ? Certainement pas pour les brokers, qui s'efforcent par tous les moyens de faire évoluer leur business-model pour tirer leur épingle du jeu.

Outre un renforcement de l'information des investisseurs ou une installation libre en Europe, la réforme permet d'exécuter désormais les ordres sur des plates-formes multilatérales de négociation, en plus des places nationales ou bourses de valeurs. Emission de produits, conseil, courtage, activité de teneurs de marché sont maintenant à l'ordre du jour chez ces vendeurs d'innovations financières.

**Par Muriel Lacroix
et Julien Tattay**

Les publicités foisonnent. Les intermédiaires que sont les brokers communiquent davantage depuis la crise alors même que les banques se font discrètes. Un signe de bonne santé de long terme dans une filière trading pour le moins malmenée. De même, plus étonnant, des traders ont quitté les salles de marchés pour les rejoindre suite à la contraction des marchés actions, dérivés actions et produits structurés par effondrement des valorisations et de la liquidité - même si on assiste à un rebond des marchés depuis le début 2009. Que viennent-ils faire chez des intermédiaires ? Si les courtiers ont subi le repli d'activité, ils restent moins impactés que les autres acteurs, car ils ont depuis un certain temps déjà entamé leur mue, afin de stabiliser et même augmenter leurs marges.

Business-model protéiforme, rôles indispensables

Le nom du courtier continue de garantir sa notoriété, lequel reste avant tout un vendeur. Dans le courtage existe une relation privilégiée

basée sur la fidélité et la confiance. Les courtiers sont protéiformes, cumulant les agréments auprès des autorités de marché pour des activités périphériques qui deviennent dans certains cas leur core-business : adossés pour la plupart à des filiales ou à des départements de banques, ils sont aussi teneurs de marché, experts en recherche économique, facilitateurs de liquidité et animateurs de

Les courtiers sont protéiformes, ils sont aussi teneurs de marché, experts en recherche économique, facilitateurs de liquidité et animateurs de marché

marché. Ce qui rend la notion de courtier très extensible et un peu floue. Leur métier premier est l'exécution des ordres de tiers, soit sur un marché financier réglementé, avec obligation de "best execution" moyennant commission, soit sur un marché de gré à gré avec prise d'une marge implicite sur le prix offert. Dans les deux cas cela inclut la livraison et le règlement des produits ou contrats, avec pour les produits à effet de levier une couverture préalable exigée du client. Les courtiers se réfèrent sur les marchés réglementés comme NYSE Euronext et paient une marge arriérée en tant

qu'intermédiaires sur chaque transaction à ces sociétés de Bourse. Ces professionnels sont indispensables pour travailler un ordre : ils ne l'exécutent pas en temps réel obligatoirement, mais placent un volume en fonction de la liquidité du marché. Il existe quantité de types d'ordres, dont les ordres cachés ou les ordres programmes algorithmiques par exemple, car les clients sont très variés et ne poursuivent pas les mêmes objectifs. Sont ainsi concernés les investisseurs institutionnels - banques, sociétés de gestion collective, compagnies d'assurances, caisses de retraite et autres fonds dont les "hedge funds" -, les "corporates" ou entreprises qui utilisent tous les marchés, les banques privées et gestionnaires de patrimoine cibles du marché obligataire mais ouverts aux marchés actions, enfin, *last but not least*, les particuliers. Du néophyte à l'initié ; ils bénéficient désormais de produits à effets de levier simplifiés et d'un accès direct aux marchés financiers. Le gérant de portefeuille, le trader, le particulier ou la banque sollicitent un courtier pour accéder aux marchés financiers organisés comme NYSE Euronext ou le Liffe, mais aussi aux marchés de gré à gré.



"Pour la gestion de nos OPCVM, nous collaborons avec une quinzaine de courtiers institutionnels de toute taille", Guillaume Jonchères, directeur de Cogefi.

Courtiers institutionnels, le renforcement de l'intermédiation

Les courtiers institutionnels travaillent tant avec les banques qu'avec les sociétés de gestion ou les "hedge funds". Ils ont souffert de la crise, mais ont cependant profité du rebond des marchés financiers dès le premier trimestre 2009 du fait de la multiplication des volumes de transaction. Ils évoluent sur un marché mature avec des clients fidèles de longue date. C'est par eux qu'arrive l'information, ils disposent d'une vue globale sur les marchés financiers.

Les gérants attendent de leurs courtiers traditionnels de la valeur ajoutée apportée tant au niveau de leurs négociations que de leurs études de valeurs

L'information est source d'investissement. S'ils courtisent leurs clients, ceux-ci sont très demandeurs d'information pour l'allocation de leurs actifs financiers. "Pour la gestion de

nos OPCVM, nous collaborons avec une quinzaine de courtiers institutionnels de toute taille, relate Guillaume Jonchères, dirigeant de Cogefi Gestion, société de gestion d'actifs indépendants (500 M€) pour une clientèle privée. Les gérants attendent de leurs courtiers de la valeur ajoutée apportée tant au niveau de la négociation que de la recherche produite par les analystes financiers études sectorielles et valeurs." L'exigence est d'autant plus grande que la gestion d'un de leur fonds phares, **Sarbacane**, fait appel à des techniques sophistiquées pour travailler les marchés actions par tout temps. Les courtiers institutionnels disposent donc d'une armée d'analystes financiers vendeurs rencontrant leur contrepartie acheteuse des sociétés de gestion de portefeuille pour promulguer des ventes ou achats de titres. Ces équipes constituent le département de la recherche des courtiers, lesquels évaluent les décotes et surcotes de valorisation de sociétés

C'est par eux qu'arrive l'information, ils disposent d'une vue globale sur les marchés financiers

cotées conseillant à l'achat et vente de valeurs. Exane, courtier spécialisé sur le marché des options, a été classé par Thomson Reuter Extel Pan European Survey en 2009 comme étant la meilleure société de courtage en France grâce à sa recherche économique. C'est là que réside la valeur ajoutée d'un courtier institutionnel. **Guillaume Jonchères précise que "la transmission de l'ordre se fait bien souvent encore à la voix".**

Nouvelle génération de Courtiers électroniques, la désintermédiation

Mais d'autres brokers ont évalué dans une direction différente et ont tiré profit des nouvelles technolo-

gies. Les courtiers en ligne dédiés aune clientèle de particuliers affinent leurs services sur leurs plates-formes de trading multiactif en temps réel, proposant des produits captifs et simplifiés à effet de levier et une approche adaptée aux besoins des clients. Cette deuxième génération de courtiers arrive depuis deux ans sur les

La réforme de la Mifid distingue les coûts d'exécution des ordres de ceux issus de la recherche économique : transparence et baisse des prix

marchés financiers en France, à la pointe de la technologie informatique et de l'approche marketing. Leur atout : une simplification de produits sophistiqués à effet de levier accessibles aux particuliers. Le trading électronique facilite la désintermédiation en donnant accès direct au marché à des investisseurs qui devaient avant passer par un intermédiaire, comme le souligne Pierre Antoine Dusoulier, ex-trader sur le Forex, qui avait créé la société cambiste.com en ligne. Il est aujourd'hui président de Saxo Banque, banque d'investissement danoise focalisée sur le courtage électronique : "Le client est sur son ordinateur outillé de la plate-forme électronique SaxoTrader face au marché financier de son choix, les ordres étant électroniques et non à la voix comme chez les courtiers institutionnels." L'assistance en ligne de la plate-forme de Saxo Bank suggère des opérations à réaliser. Elle est alimentée par la recherche économique de la banque. A la différence des courtiers traditionnels, Saxo Banque adopte une approche marketing CRM soutenue, multipliant les actions en ligne, cultivant ses bases de données de prospects que la Toile. Chaque cession de formation proposée sur Internet initie jusqu'à 200 personnes. Mais elle bâtit surtout une stratégie de communication continue

avec ses clients particuliers, essayant de personnaliser ses offres. Le courtier nouvelle génération installe par ailleurs des plates-formes électroniques auprès d'un réseau de partenaires institutionnels, les habillant de la marque du client, moyennant un partage des commissions de courtage. Ses partenaires sont des sociétés de gestion, des conseillers en investissement financier, des banques mais aussi des courtiers. Le concurrent, IC Markets, prestataire de service d'investissement, est le premier à avoir proposé les CFD en France à la faveur de la transposition de la directive relative aux Marchés d'instruments financiers (MIF) en 2007. "Deux ans après notre implantation, nous détenons déjà 15% de part de marché du courtage en ligne en France soit directement, soit au travers de nos partenaires tels que Fortuneo et Bourse Direct. Notre activité se nourrit de la volatilité, donc 2009 s'est très bien passée pour le Groupe dont la France est le 3^e contributeur", souligne Gwénaél Moy, directeur général d'IG Markets France. Selon IC Markets, les CFD ouvrent en grand l'accès à l'intégralité des marchés financiers mondiaux et s'assimilent à un "métamarché" où il est possible de prendre des positions sur l'Eur/Usd, le pétrole, l'or, une action du CAC 40 ou encore se positionner 24h/24h sur l'indice parisien à partir d'un seul et même compte. L'effet de levier, de 10 sur les principales blue chips européennes, voire de 75 sur certains indices, la profondeur de l'offre - plus de 8 000 sous-jacents dont 7 000 actions -, le marché en continu et une tarification contenue en font de redoutables outils. "Nous sommes les courtiers de nos propres produits émis, assurant en temps réel une couverture sur les positions des clients auprès des banques", précisent Gwénaél Moy et Arnaud Poutier, les dirigeants en France. Teneur de marché et courtier

sur les CFD sur indices, actions, obligations, Forex et matières premières, IC Markets est donc aussi un des grands artisans de ces outils à forts effet de levier par les investissements.

La réforme de la Mifid Ne s'applique que sur les produits listés

La réforme fin 2007 de la Mifid exige désormais une traçabilité de l'exécution des ordres par des courtiers. Elle conduit à distinguer les coûts d'exécution des ordres de ceux issus de la recherche économique et financière. Ce qui améliore la sincérité de tarification et tire les prix vers le bas, fait fondre les marges des courtiers. Les prix d'exécution d'ordres sont dégressifs, en fonction de

*La séparation des fonctions
demeure parfois incertaine
entre l'activité de courtage,
l'émission, l'activité de teneur
de marché*

la volumétrie des ordres. "Les sociétés de gestion peuvent désormais ne faire appel qu'aux services de la recherche des courtiers institutionnels ou seulement à leur service d'exécution d'ordres", observe Guillaume Jonchères. Certains courtiers se concentrent alors sur l'activité recherche économique comme Alpha Value, société indépendante qui crée des interfaces conviviales à destination de sa clientèle pour un accès plus direct à la recherche économique. Plus grande transparence et spécialisation sont donc recherchées par les courtiers institutionnels après la mise en place de la réforme de la Mifid. Mais celle-ci ne s'applique que sur les produits listés et non sur les marchés de gré à gré. Or, si Saxo Banque intervient sur les actifs financiers listés sur les places Euro-next, Liffe, etc, la majeure partie de

sa marge est réalisée en tant que teneur de marché sur le Forex et les CFD actions et indices, c'est-à-dire des marchés de gré à gré pour lesquels Saxo Banque propose des prix. Les CFD sont des produits dérivés novateurs pour le trading : "L'outil permet de se positionner avec un effet de levier sur différents sous-jacents dont il réplique exactement les cours en temps réel. Ce service permet à un investisseur de bénéficier de la variation, à la hausse comme à la baisse, d'un actif financier sans jamais en être propriétaire. Les 4 grandes classes d'actifs que sont les actions, les marchés de taux, les matières premières et le Forex sont couvertes", rappelle Gwénaél Moy. Les CFD ne sont pas contraints à une date d'expiration et le coût de transaction est limité à 0,1%. La réforme de la Mifid impose tout de même une segmentation des clients selon le profil de risque pour une communication ciblée et une autorisation d'accès à tel ou tel marché financier.

De nouveaux rôles à venir

Si peu d'intermédiaires financiers sont indépendants en France, beaucoup accumulent plusieurs agréments, la séparation des fonctions demeurant parfois incertaine entre l'activité de courtage, l'émission, l'activité de teneur de marché. Antoine Leca, responsable des contrats d'animation chez Gilbert Dupont, courtier spécialisé sur les valeurs moyennes françaises, précise qu' "une quinzaine de courtiers en France ont une activité d'animation de marché pour le compte d'émetteurs cherchant à assurer une meilleure liquidité pour leur titres ou dans le cadre d'introductions en Bourse. Un contrat de liquidité est alors négocié avec le client. L'animation de marché permet la liquidité de titres dans le cadre de volumes restreints sur des valeurs actions moyennes cotées".

De même l'activité de conseil devient essentielle. Enfin, au marché mature des courtiers institutionnels qui ont pu tisser des liens discrétionnaires avec leurs clients, on peut opposer le marché naissant très dynamique des courtiers en ligne de deuxième génération, proposant des produits à effet de levier, encouragés contractuellement par la place NYSE Euronext

L'offre et la demande croissantes de produits financiers ont donné de l'importance aux aiguilleurs, qui aspirent à un costume plus grand que celui de simples intermédiaires

en vue de diffuser et vulgariser auprès du grand public des produits financiers simples et attractifs. Innovations sur la distribution en ligne et sur les produits financiers se succèdent. Les banques se lancent dans

la mêlée et peuvent ouvrir, grâce à la réforme Mifid, des "plates-formes multitrading facilities" ou plates-formes alternatives. Elles concurrencent ainsi les marchés organisés ou Bourses existantes qui avaient le monopole. NYSE Euronext est toutefois toujours à ce jour le premier prestataire mondial de service de cotation, négociation, vente de données de marchés. Mais tous ces nouveaux arrivants croissent vite. Les commissions, y compris celles des courtiers discount, restent élevées : un ex-vendeur chez Fortuneo pointe le fait qu'un ordre passé sur le marché réglementé à 40 centimes d'€ est facturé en moyenne 5 € au client. L'offre et la demande croissantes de produits financiers par des acteurs toujours plus nombreux et variés, ainsi que la sophistication des nouvelles technologies, ont donné de l'importance aux aiguilleurs, qui aspirent à un costume plus grand que celui de simples intermédiaires. ■

CHIFFRES REVELATEURS

Les gagnants de la crise

En 2007 en France, les transactions de Warrants et Certificats ont augmenté de **33 %** quand les capitaux échanges augmentaient de **44 %** - source NYSE Euronext.

IG Markets détient **15 %** de parts de marché sur les **1 million** de comptes en ligne et les **1 million cent mille** ordres passés mensuellement par les courtiers en ligne en France. Octo Finances voit son Chiffre d'affaires augmenté de **70 %** depuis deux ans sur le marché obligataire.