

## LE « DISCOUNT BROKERAGE »

OLIVIER LE GRAND \*

**L**e consommateur est de plus en plus sensible au prix. Le décloisonnement et la mondialisation des marchés, l'information diffusée par les médias expliquent largement ce comportement. Le prix devient un critère majeur de décision<sup>1</sup>.

Le secteur de l'épargne est lui aussi concerné. Le « discount brokerage », ou courtage à prix réduits sur valeurs mobilières, est né aux Etats-Unis de la déréglementation des marchés financiers et du développement des transactions en direct, sans intermédiaires. Il s'étend progressivement à d'autres pays grâce à la connaissance en temps réel des frais de courtage prélevés par l'ensemble des opérateurs. A San Francisco, à Munich comme à Paris, un investisseur hésite moins à changer d'établissement financier s'il peut passer des ordres moins chers chez un autre avec un service comparable.

La théorie micro-économique indique que le prix tend à égaler le coût marginal en économie de marché, lorsque la concurrence est pure et parfaite. Or, le coût marginal d'une transaction en Bourse ou sur un placement collectif est faible si l'ordre est transmis sur un réseau électronique et peu élevé s'il est passé au téléphone.

Faut-il dès lors anticiper en Europe une baisse forte et uniforme des frais de courtage sur valeurs mobilières ? La baisse des coûts de production sur les transactions électroniques va-t-elle générer un nouveau poste de perte dans le système bancaire français caractérisé par la juxtaposition de poches de rentabilité (dépôts à vue, jours de valeurs, facturation des chèques impayés, etc...) et de services sur lesquels les banques vendent à perte ?

L'analyse de l'activité des différents courtiers en valeurs mobilières apporte des réponses négatives. Le succès du « discount brokerage », qui a pris une part du marché du courtage de 15 % en vingt ans aux Etats-Unis, va de pair avec le développement du courtage traditionnel, d'un prix plus élevé.

89

---

\* Président du Directoire, Banque Cortal.

1. En France, 69 % des consommateurs sont sensibles aux prix les plus bas. Source : l'Observateur Cetelem. 1997

### *L'attrait des ordres en direct*

Le discount brokerage est né aux Etats-Unis en 1975.

Les particuliers qui souhaitaient acheter des parts de fonds collectifs investis en actions ou en obligations passaient auparavant par des « brokers », des courtiers qui prélevaient des commissions sur les montants placés. La loi imposait une tarification identique à chaque courtier.

En 1975, la réglementation américaine s'assouplit et permit aux courtiers de fixer eux-mêmes les taux de leurs commissions. La baisse des commissions décidée par certains d'entre eux accentua l'intérêt d'une partie du public pour la gestion collective et favorisa le développement des sociétés de gestion de fonds.

Quelques sociétés de gestion cherchèrent alors à distribuer en direct leurs fonds, sans l'intermédiaire des courtiers et sans prélever de droits d'entrée. Telle est l'origine des « no load funds », c'est-à-dire des fonds communs accessibles sans payer de commissions : seuls sont facturés au client des frais de transaction similaires à ceux appliqués aux ordres de bourse. Tandis que les droits d'entrée prélevés sur des fonds communs varient encore aujourd'hui entre 4 % et 8 % des montants placés, les frais de transaction qui s'appliquent aux « no load funds » représentent seulement 0,5 % à 1 % des sommes investies.

90

Ces fonds sont également devenus accessibles avec une tarification similaire via des « discount brokers », c'est-à-dire des courtiers qui se rémunèrent sans prélever de commissions auprès de leurs clients. Les sociétés de gestion leur versent des rétrocessions récurrentes, fonction du montant total de capitaux gérés pour le compte de leurs clients.

Les « no load funds » ont rencontré un accueil favorable et représentent actuellement près de la moitié de la collecte réalisée sur les fonds communs aux Etats-Unis. Encouragés par ce succès, les « discount brokers » ont étendu leurs services aux transactions en direct sur le marché boursier.

Deux comportements caractérisent aujourd'hui ces opérateurs :

— ils prélèvent moins de frais, car ils ne donnent pas de conseil à leur clientèle, à l'achat comme à la vente. Ils se concentrent sur l'exécution des ordres ;

— ils ne commissionnent pas leurs opérateurs. Ceux-ci sont salariés, par exemple pour saisir des ordres par téléphone, afin de garantir aux clients une totale indépendance.

Au-delà de ces similitudes, les « discount brokers » diffèrent toutefois selon la nature des services qu'ils proposent à leurs clients. Les trois « discount brokers » américains mentionnés dans le tableau 1 ont des stratégies de prix différentes, qui laissent percevoir les évolutions possibles de ce métier.

Tableau 1 :  
Frais de transaction sur un fonds commun

Montant de l'investissement	Jack White	Charles Schwab	Fidelity
5 000 \$	27 \$	39 \$	57,50 \$
10 000 \$	35 \$	70 \$	69,50 \$
30 000 \$	50 \$	135 \$	97,50 \$

### Les « deep discounters » : vers la suppression des frais proportionnels

La stratégie de Jack White est axée exclusivement sur la réduction des prix.

Comme d'autres courtiers tels que Waterhouse Securities, Olde Discount Corp., Lombard Securities et e-Trade, Jack White propose des prix de transaction très bas sur le marché américain. Ces courtiers sont tous des « deep discounters ». Ils tendent à supprimer les frais proportionnels, fonction du montant de la transaction, et pratiquent des frais fixes par ordre particulièrement bas.

Pour une transaction en Bourse portant sur moins de 100 actions d'une même société, le coût de la transaction est abaissé à 15 \$ chez Lombard Securities et à 10 \$ chez e-Trade. Les tarifs chez Charles Schwab sont de 49 \$ et 30 \$, selon que l'ordre est passé par téléphone ou saisi par le client sur le Web.

L'Europe ne restera pas à l'écart d'initiatives similaires. Pour les frais de Bourse, la combinaison des frais minimum prélevés en France et des frais proportionnels très faibles, voire nuls, observés en Grande Bretagne préfigure le type de tarifs que les « deep discounters » pourraient chercher demain à proposer en Europe.

Tableau 2 :  
Frais de transaction appliqués par des banques à des ordres de Bourse

	Prix minimum fixe (FF)	Prix proportionnel (%)
France	50 à 120	0,9 à 1,7
Allemagne	85 à 170	0,5 à 1
Grande-Bretagne	150 à 200	0

Source : Mc Kinsey

Il est probable que des « deep discounters » chercheront un jour à supprimer complètement les frais des transactions pour facturer à leurs clients des abonnements fixes, mensuels ou trimestriels, indépendants du nombre et du volume des ordres, comme le pratiquent déjà certains opérateurs téléphoniques.

Pour promouvoir leur offre, les « deep discounters » s'appuient le plus souvent sur la publicité. Certains seront peut-être amenés à relever leurs tarifs s'ils doivent rajouter au coût marginal de la transaction l'amortissement du coût marginal du recrutement de leurs clients. Celui-ci pourra en effet être élevé si l'offre, fondée sur des prix identiques à ceux pratiqués par d'autres « deep discounters », est difficile à différencier.

Les « deep discounters » occupent aux États-Unis une part de marché d'environ 20 % dans le « discount brokerage » et de 3 % dans l'ensemble du courtage. Proposer à des clients d'effectuer des transactions électroniques aux prix les plus bas ne devrait se révéler rentable à long terme que pour des opérateurs internationaux, notamment des groupes de télécommunication ou des groupes financiers disposant déjà d'une large base de clientèle.

Sauf à s'allier avec de tels opérateurs, comme l'illustre le rachat en 1997 de Lombard Securities par Dean Whitter, les « discount brokers » ont tout intérêt à privilégier une autre stratégie, fondée sur la production et la distribution de services complémentaires.

Les « discount brokers » qui occupent l'essentiel du marché ont cherché à éviter de baisser leurs prix, en apportant à leurs clients une valeur ajoutée en sus de la passation des ordres.

### *De la guerre des prix à la guerre des services*

Les clients des « discount brokers » recherchent de l'information à moindre prix pour prendre leurs décisions en matière de choix de placement.

Charles Schwab suit clairement cette stratégie. Fondateur et aujourd'hui encore leader du marché américain du « discount brokerage » avec une part de marché supérieure à 40 % sur cette activité, Charles Schwab fait des efforts réguliers et importants pour diffuser de l'information financière destinée à assister ses clients dans la gestion de leur patrimoine. Conséquence de cette politique volontariste : la moitié des clients qu'accueille Charles Schwab sont de jeunes investisseurs qui achètent pour la première fois des valeurs mobilières. L'âge moyen de la clientèle est de 47 ans, de dix ans plus jeune que celui de l'ensemble des courtiers aux États-Unis.

La technologie est omniprésente dans l'offre de cette société. Le quart

des transactions quotidiennes que reçoit Charles Schwab est aujourd'hui traité par l'électronique, ratio qui le situe à la troisième place aux Etats-Unis, tous secteurs confondus, et représente trois fois la moyenne nationale (8 %).

Avec 4 millions de clients et une notoriété qui se situe juste après celles d'American Express et de Merrill Lynch, l'initiateur du « discount brokerage » est ainsi parvenu à maintenir ses prix en respectant ses objectifs financiers annuels malgré la baisse continue des coûts de production et le renforcement de la concurrence : la croissance des recettes et le rendement net des capitaux propres dépassent régulièrement 20 % l'an.

Sharelink en Grande Bretagne (racheté par Charles Schwab en 1995), Cortal en France (filiale de la Compagnie Bancaire, Groupe Paribas) et Direct Anlage Bank en Allemagne (Groupe Hypo-Bank) ont adopté des voies similaires et augmentent le volume de leurs transactions en élargissant la gamme de leurs services.

Ceux-ci peuvent être variés :

- favoriser la compréhension des clients en vulgarisant les notions financières de base ;
- les aider à réaliser une allocation d'actifs conforme à leur aversion au risque ;
- les aider à choisir leurs titres par la diffusion d'analyses financières ;
- leur permettre de suivre à tout instant l'évolution des marchés financiers (téléphone, fax, micro-ordinateur ou pager) ;
- exécuter les ordres sans délai, par téléphone, micro-ordinateur, fax ou Minitel ;
- garantir une meilleure qualité en indemnisant un client mécontent ;
- proposer l'accès à une gamme très large de fonds communs du marché.

Certains « discount brokers » (en France, Cortal et Vega Finance) offrent ainsi à leurs clients la possibilité d'accéder à l'ensemble des fonds communs disponibles sur leur territoire. Pour se procurer des fonds collectifs gérés par des établissements différents, les investisseurs devaient auparavant ouvrir plusieurs comptes, effectuer autant de versements, puis suivre des relevés et des imprimés fiscaux différents. Un seul compte, un seul versement, un seul relevé suffisent désormais.

Conscients qu'aucune société de gestion n'a le monopole de la meilleure performance et de la diversité, les « discount brokers » cherchent par cette offre élargie à rendre l'achat de fonds collectifs aussi simple que l'achat d'actions. Pour fidéliser des clients plus sollicités et mieux informés, ils reconnaissent leur droit à l'infidélité.

Le service paraît d'autant plus porteur de valeur ajoutée que l'élargissement de la gamme de produits financiers apparaît aujourd'hui inéluctable :

- le nombre d'intervenants s'accroît grâce au décloisonnement du marché ;
- les produits sont de mieux en mieux ciblés selon les besoins des clients ;
- chaque modification de règles fiscales engendre une nouvelle génération de produits sur le marché.

Avec leur offre multiple les « discount brokers » contribuent largement à l'expansion de l'offre qui fait les beaux jours de la presse financière. Les investisseurs avertis, épris de liberté, y trouvent les tableaux comparatifs, les analyses utiles pour piloter la gestion de leur portefeuille.

Cette jungle luxuriante désoriente en revanche les épargnants épris de simplicité, qui n'ont ni le temps ni les connaissances nécessaires pour gérer au mieux leur patrimoine.

### *L'avenir des courtiers dits traditionnels*

Les sociétés traditionnelles détiennent encore 85 % du marché du courtage aux Etats-Unis et apportent un service complet à leur clientèle (« full service brokerage ») en assurant pour le compte de leurs clients le choix des investissements.

Dean Whitter, Merrill Lynch, Prudential, Putnam, Templeton sont parmi les plus gros intervenants pour ce type de prestation. Ces sociétés s'adressent à une clientèle plutôt aisée qui juge la rencontre en face à face nécessaire pour suivre la gestion déléguée de son portefeuille. L'investisseur qui s'entretient régulièrement avec le gestionnaire financier de son patrimoine est prêt à lui verser un pourcentage sur le revenu de ses placements pour être ainsi assisté.

Les courtiers traditionnels ont une clientèle en général plus âgée que celle des « discount brokers ». Les tendances lourdes de la démographie leur sont favorables dans les pays développés. La baisse des taux de fécondité observée depuis les années soixante et l'allongement de la durée moyenne de la vie y entraînent un vieillissement continu de la population.

La proportion des personnes de plus de 65 ans, souvent plus favorable à la gestion déléguée, devrait rapidement croître en Europe du Nord à partir du début du prochain siècle. Cette évolution, conjuguée au recul de l'Etat-providence, y promet un bel avenir aux courtiers traditionnels. En Europe du Sud et aux Etats-Unis, la classe d'âge des 45-55 ans, plus sensible au « discount brokerage », devrait connaître une forte crois-