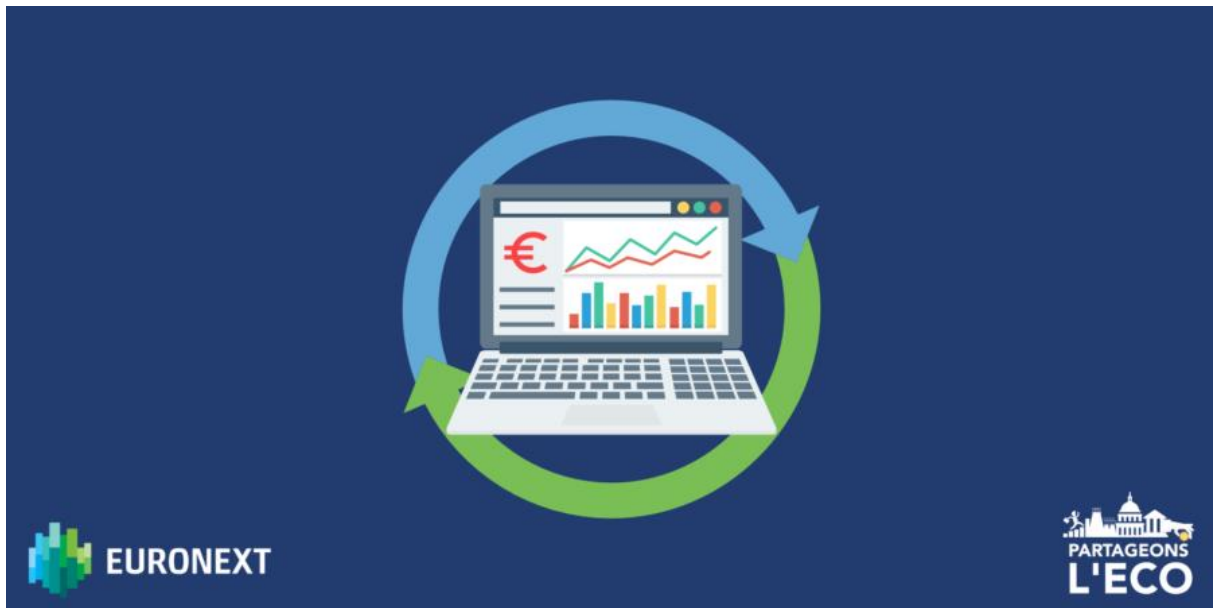


Trading sans frais, bourses alternatives : quelles comparaisons entre la bourse et les plateformes alternatives ? (Article)



Le 20/01/2020 :

Cet article de Partageons l'Éco, qui s'appuie sur une [étude d'Euronext](#) et différentes sources, montrent que le trading à coût gratuit n'est pas toujours avantageux pour les investisseurs. En outre, les prix et la performance sont rarement les mêmes entre le trading gratuit proposé par les bourses alternatives (plateformes) et la bourse. Bien au contraire, la gratuité proposée par les bourses alternatives se répercute sur les spreads des prix et le principe de meilleure exécution des ordres établis par l'European Securities and Markets Authority.

L'industrie financière est une industrie innovante. Cela n'est pas étonnant, depuis la fin du XXème siècle, c'est l'une des industries qui a connu de nombreuses innovations et transformations. La finance, marquée par l'ingénierie, était surtout concernée par des innovations de produits. Plus récemment, la création des marchés électroniques, la digitalisation de la finance et les progrès technologiques ont permis l'émergence de nouveaux acteurs.

Dans cet article, nous souhaitons analyser un phénomène précis : l'ouverture à la concurrence des bourses. Dès la fin du XXème siècle il a été possible de connaître la dématérialisation des titres de bourse. Quelques années plus tard, l'entrée en vigueur de plusieurs directives (MIF, 2007) sur les marchés financiers ont eu pour conséquence la fin du monopole des places boursières. Par exemple, Euronext, la plus grande place boursière européenne, ne détient plus depuis 2007 le monopole de la confrontation des ordres. Ainsi, les banques, les plateformes alternatives peuvent légalement essayer de concurrencer les bourses traditionnelles.

Plus précisément, ces bouleversements vont permettre la démocratisation du *trading*. Les particuliers, par l'intermédiaire de la bourse, des banques et des plateformes achètent de plus en plus de titres financiers. Un autre phénomène accentue cette tendance : la baisse ou la suppression des commissions prélevées sur les opérations en bourse par les plateformes et les courtiers. Cette tendance est d'abord

apparue aux États-Unis, au début des années 2010. Par exemple, la start-up américaine Robinhood (une plateforme en ligne) a supprimé les commissions sur l'achat ou la vente d'actions, ce qui permet aux utilisateurs d'investir des sommes modestes.

Ce récent engouement pour la finance est particulièrement présent chez les jeunes. À la suite des forts mouvements de marchés observés pendant la crise de la Covid-19, l'Autorité des marchés financiers (AMF) constate une activité très soutenue des particuliers en bourse. En effet, plus de 150 000 investisseurs ont fait leur entrée sur le marché pour la première fois entre le 24 février et le 3 avril 2020. Ces nouveaux usagers ont entre 10 et 15 ans de moins que les investisseurs habituels sur les actions françaises, ce faisant l'âge médian des investisseurs est passé de 61 ans à 48 ans. De plus, cet attrait est souvent stimulé par les sites de trading en ligne avec des promesses de gains rapides.

Promettant aux particuliers de devenir le personnage tant et si bien décrit par Martin Scorsese dans le Loup de Wall-Street, les plateformes en ligne proposent des arguments, recensés par l'AMF, comme : des « bons plans », de « l'argent facile » et des « revenus passifs ». Si ces plateformes alternatives tentent de capter un public peu averti en insistant sur la corrélation entre des conditions tarifaires favorables et des gains élevés, il faut avoir conscience que d'autres mécanismes peuvent influencer les rendements totaux.

Plus particulièrement, face à cette multitude de neo-courtiers et aux exigences de liquidités des titres qu'ils engendrent, différentes plateformes de trading ont développé leur propre système d'exécution des ordres dédié aux particuliers. Ces services proposent aux courtiers une exécution optimale des ordres, et ce parfois sans frais. Ainsi, une [récente étude d'Euronext](#), sur laquelle nous nous appuyerons, permettra de citer le cas Equiduct et de son service Apex. Cet article essaiera de vous expliquer comment les plateformes alternatives pour les particuliers se rémunèrent, comment elles répercutent la gratuité apparente sur le coût total payé par le client.

« *Si c'est gratuit, c'est que vous êtes le produit* » pour reprendre les mots popularisés par Bruce Willis. Finalement nous verrons que ces plateformes n'offrent pas souvent les mêmes avantages et gains que les bourses traditionnelles qui prélèvent des commissions pour le même type de services.

1. L'investissement boursier des particuliers : un marché lucratif et en plein essor

Le récent phénomène d'attrait des particuliers pour l'investissement en bourse nécessite de comprendre les évolutions opérées sur les marchés financiers. L'une des évolutions les plus remarquables est le développement des plateformes de trading en ligne. Ces plateformes, comme Robinhood ou eToro, visent un public en particulier : les jeunes cadres dynamiques qui sont habitués aux nouvelles technologies mais qui n'ont pas encore des revenus suffisamment élevés pour accepter de payer des frais de courtage. L'idée est alors de proposer un service de courtage "entièrement gratuit". Ces plateformes sont également accessibles *via* des applications sur smartphone qui proposent des interfaces intuitives et propices à l'expérience client. A cela s'ajoutent d'offensives campagnes de publicité, notamment sur les réseaux sociaux, qui, contrairement aux courtiers traditionnels, tendent à présenter le trading comme une activité ludique et lucrative qui ne présente presque aucun risque. Ce dépoussiérage du trading et l'utilisation des codes actuels du marketing permettent ainsi à ces nouvelles plateformes d'investissement de disposer d'une importante base d'utilisateurs.

Cette hausse significative du nombre de boursicoteurs entraîne mécaniquement une augmentation du nombre d'ordres passés sur chaque titre. Mais pour que tous ses ordres soient exécutés, il faut que la liquidité des titres soit suffisante. Autrement dit, il faut pouvoir acheter ou vendre rapidement, en grande quantité et sans que cela n'engendre une variation significative des cours. Cela n'est possible qu'à condition d'avoir suffisamment de contreparties, c'est-à-dire de participants au marché. Ce besoin accru de contreparties est d'ailleurs d'autant plus vrai que l'actuelle coexistence des bourses traditionnelles avec des bourses alternatives est à l'origine d'une fragmentation de la liquidité. En effet, le fait d'avoir

plusieurs places de cotation en concurrence cause une dispersion des ordres et rend leur exécution plus difficile.

Pour répondre à ce besoin de liquidité et continuer à satisfaire leurs clients de manière pérenne, les places boursières se sont récemment conformées aux obligations de Meilleure Exécution dédiées aux particuliers. Ces services, qui restent intégrés au carnet d'ordres centralisés, cherchent à proposer le prix d'exécution le plus favorable au client, et ce avec une rapidité et une probabilité d'exécution élevées. Mais malgré des objectifs affichés similaires, le fonctionnement de ces plateformes varie d'une place de cotation à une autre. Plus particulièrement, nous allons nous intéresser aux différences entre *Best Of Book*, le service de Meilleure Exécution proposé aux particuliers par Euronext, et Apex, le service proposé par la bourse alternative Equiduct.

Si l'on s'intéresse dans un premier temps au modèle de rémunération de chacun des deux services, on constate une différence flagrante : *Best Of Book* prélève à la fois des commissions aux contreparties (qui sont uniquement des *Market Makers* dans le cas de *Best Of Book*, c'est-à-dire des professionnels dont le rôle est d'assurer la liquidité des marchés) et aux courtiers (*brokers*) des investisseurs particuliers, tandis qu'Apex ne facture des frais qu'aux *Market Makers*.

Les créateurs d'Apex semblent avoir compris que l'argument de la liquidité n'était pas suffisant pour attirer les courtiers dont, pour certains, les choix de solution d'exécution sont principalement motivés par les frais de plateformes même si cela engendre un mauvais prix d'exécution pour son client... De plus, en ne faisant payer le service qu'aux *Market Makers*, c'est comme si la plateforme vendait les ordres passés par leurs particuliers aux *Market Makers*. Ces *Market Makers*, qui ont tout intérêt à exécuter un nombre toujours plus important d'ordres car ont besoin d'effectuer un volume important d'achats et de ventes pour gagner de l'argent, consentent donc à payer les plateformes pour avoir accès à leur carnet d'ordres. Cette pratique s'appelle le "Payment for Order Flow".

Reste ainsi à savoir si les services de négociation en bourse qui sont gratuits pour les courtiers offrent un surplus de bénéfice pour leurs investisseurs.

2. Gratuité mais performance et rentabilité moindre

Pour investir, un particulier peut donc passer par différents opérateurs. S'il peut bénéficier des services de la Bourse avec Euronext (*Best of Book*), les *brokers* (ceux qui exécutent les ordres des particuliers) peuvent aussi utiliser des plateformes alternatives : Turquoise, CBOE, Equiduct, et bien d'autres plateformes.

Plus récemment, Equiduct a décidé de lancer un nouveau service européen de négociation en bourse, sans commission pour les courtiers : Apex. Ce service gratuit garantit de répondre aux obligations de *Best Execution* des courtiers selon les normes réglementaires européennes. En plus de proposer un service d'exécution d'ordres alternatif à Euronext, Apex promet de garantir des services *Best Execution* en calculant automatiquement en interne le meilleur prix total possible pour chaque ordre à l'instant où celui-ci est exécuté. Ainsi, le modèle de cotation repose sur des prix hybrides, qui ne sont pas forcément les prix observés chez Euronext. Dès lors, comment un investisseur particulier peut-il s'assurer que son courtier lui fait profiter de la *Best Execution* ? Certes le courtier ne paye pas de frais de transaction, le service Apex est gratuit, mais les prix de la plateforme alternative permettent-ils de garantir une meilleure exécution ?

C'est pour tenter d'éclairer les investisseurs et d'évaluer la performance de ces services que le département recherche quantitative d'Euronext a essayé d'évaluer les différences de performances entre *Best of Book* et Apex. L'étude compare les plus-values nettes des commissions payées réalisées sur chacune des plateformes. Toutefois, si l'étude souligne effectivement que le service Apex est gratuit, elle montre également que Apex sous-performe en comparaison à la bourse traditionnelle, soit Euronext avec *Best of Book*. Ce résultat en défaveur d'Apex serait dû au système de prix hybride calculé

directement sur Equiduct. Plus précisément, là où Best of Book met les *Market Makers* en concurrence pour proposer le prix le plus favorable au particulier, Apex dispose d'un serveur qui calcule lui-même les prix qui vont être proposés à l'achat et à la vente à chaque instant. Il n'y a donc pas de mise en concurrence des *Market Makers* sur Apex, et donc aucune possibilité d'améliorer les prix. Ainsi, les particuliers payent en moyenne les actions achetées plus cher sur Apex que sur *Best of Book*, ce qui augmente le coût initial de leur investissement et réduit donc mécaniquement la rentabilité de celui-ci. Relativement à *Best of Book*, ce surplus payé sur Apex par transaction sur le prix total payé est compris entre 0,5 bps et 5 bps.

D'ailleurs, un fait est particulièrement révélateur d'une plateforme dont la formation des prix se fait quasi systématiquement au désavantage des investisseurs : les *Market Makers* principaux APEX sont aussi actionnaires d'Equiduct. On voit ainsi que même s'ils doivent payer plus cher qu'avec *Best of Book* pour accéder au service, les *Market Makers* n'hésitent pas à le faire car ils savent qu'ils se feront une marge suffisante sur les ordres exécutés.

L'étude souligne également un autre élément intéressant. En période de forte volatilité, la plateforme alternative Equiduct et son service Apex sous-performent encore plus. En effet, l'étude montre comment l'augmentation de la volatilité est payée par les particuliers dans le calcul du prix effectué par la plateforme en ligne.

Ainsi, le service Apex semble jouer avec toutes les nuances du principe de *Best Execution* afin de désavantager les investisseurs tout en restant dans la légalité. Plus particulièrement, Apex profite du fait que la *Best Execution* pour les investisseurs particuliers n'est pas uniquement définie à partir du prix de l'actif financier acheté, comme c'est le cas pour les clients professionnels, mais est définie en fonction du coût total de la transaction. Bien entendu, ce coût total comprend les éventuels frais prélevés par la plateforme. En ne prélevant aucun frais, Apex peut donc exécuter des ordres à des prix qui ne sont pas les meilleurs possibles pour le client, tout en affichant un coût total qui reste très proche de celui de *Best of Book*.

**Simon Cardoen, Justine Kermarrec, Gauthier Maisonnave,
Aymann Mhammedi**

Retrouvez toutes nos productions, relues par des enseignants et chercheurs de l'enseignement supérieur, ainsi que nos actualités sur <http://partageonsleco.com>

Notes :

Carnet d'ordres : Lorsqu'un investisseur souhaite vendre ou acheter une valeur cotée, son ordre n'est ni exécuté immédiatement, ni systématiquement. Il apparaît d'abord dans le carnet d'ordres. Ce dernier recense le nombre d'offres et de demandeurs pour différents prix ainsi que la quantité totale de titres sur laquelle porte les ordres passés pour un cours donné. Les ordres sont ensuite exécutés selon la **règle prix – temps**. Dans un premier temps, les ordres d'achat sont classés par prix décroissant et les ordres de vente sont classés par prix croissant. Ensuite, pour chaque prix, les ordres passés sont classés par horaire, du plus ancien au plus récent. Ainsi, les ordres d'achat prioritaires sont ceux passés au prix le plus élevé et les ordres de vente prioritaires sont ceux associés au cours le plus faible. Cependant, la règle de temps implique qu'un investisseur qui a passé un ordre d'achat avec comme limite le prix des ordres d'achat le plus élevé peut n'être que partiellement servi, voire pas du tout, s'il a passé son ordre en dernier et si la quantité offerte à ce prix est inférieure à la quantité demandée.

Liquidité : Un actif est liquide quand on peut l'acheter ou le vendre rapidement, en grande quantité et sans que cela n'engendre une variation significative de son cours. La liquidité d'un marché se mesure

par l'écart entre le prix à l'achat et le prix à la vente pour un instant donné : on parle de *spread bid – ask*. Plus cet écart est faible, plus le marché est liquide. La liquidité est l'un des objectifs que doivent atteindre les places boursières.

Market Maker : Un *market maker*, aussi appelé teneur de marché, est un intermédiaire financier dont le rôle est d'assurer la liquidité de différents marchés. Pour ce faire, il achète et vend un actif en grande quantité pour pouvoir ensuite offrir une contrepartie à l'ensemble des participants au marché. Le *market maker* se rémunère en vendant les actifs plus cher qu'il ne les achète.

Broker : Le *broker*, ou courtier, est un intermédiaire financier qui permet aux investisseurs d'accéder au marché. En effet, l'accès au marché est réglementé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et seuls certains professionnels y ont accès. Le *broker* se rémunère en prélevant une commission fixe sur chaque transaction qu'il effectue pour le compte de ses clients.

Support d'investissement : Il s'agit d'un véhicule (compte titres, assurance-vie, PEA...) dont la détention est un préalable nécessaire à l'achat et/ou à la vente d'actifs financiers. Chaque support d'investissement dispose de ses propres règles fiscales et de son propre univers d'investissement.

Meilleure exécution : Le principe de Meilleure Exécution, tel que défini par la réglementation MIF 2, impose aux intermédiaires financiers de prendre toutes les mesures nécessaires pour obtenir le meilleur résultat possible pour les clients, professionnels et particuliers, lors de l'exécution des ordres. Ce résultat dépend notamment de la prise en compte des éléments suivants : le prix, les coûts, la rapidité, la probabilité d'exécution de l'ordre, la taille et la nature. Dans le cas des clients particuliers, la Meilleure Exécution est définie à partir du **prix total** (prix de l'actif + coûts associés à l'exécution de l'ordre) et non uniquement à partir du prix du produit financier, comme c'est le cas avec les clients professionnels.

bps : Les points de base, ou *basis points*, sont une très souvent utilisées en finance pour donner des prix. Un point de base correspond à un centième de pourcentage, soit 0,01 %.

Étude Euronext : <https://www.euronext.com/en/media/3641/download>