



# LA NOUVELLE LOGIQUE DES SERVICES FINANCIERS : LA CYBERFINANCE ET SES DÉFIS

CHARLES GOLDFINGER\*

**D**epuis un quart de siècle, les services financiers ont subi de profonds changements sous l'influence combinée de la globalisation, de la technologie de l'information et de la déréglementation. Les produits financiers sont de plus en plus variés et complexes. Les distinctions entre les différentes catégories de services financiers s'estompent.

S'appuyant sur les technologies de l'information, les banques, les assurances et les sociétés d'investissement, empiètent sur leurs domaines d'activité et se livrent une concurrence acharnée. L'ouverture du secteur financier a attiré de nouveaux entrants, notamment les filiales de grandes entreprises industrielles comme General Electric ou les grands distributeurs comme Marks & Spencer ou Carrefour. Nous avons appelé cet ensemble des changements, la géofinance<sup>1</sup>.

Alors que la géofinance est loin d'avoir achevé son évolution, voilà que se profilent, déjà, de nouvelles mutations. En Europe, la monnaie unique, l'euro, crée les conditions d'un espace financier plus vaste et plus intégré. L'eurofinance va entraîner une profonde transformation des institutions financières et des infrastructures des services et des marchés financiers. Un processus de

consolidation a déjà été amorcé et se poursuivra encore pendant plusieurs années.

L'autre mutation, plus fondamentale encore, est celle de la cyberfinance : le mariage des services financiers et de l'Internet. Ce sont les conséquences et la logique de la cyberfinance que nous analyserons ici.

## INTERNET : UNE VAGUE DE FOND

La chute spectaculaire des valeurs boursières des sociétés Internet et leurs difficultés financières bien connues auraient pu faire croire que l'Internet est une mode passagère, un feu de paille transitoire. Or, il n'en est rien. Même si les prévisions échevelées des analystes trop enthousiastes ont été révisées à la baisse, le commerce électronique, tant pour les particuliers que pour les entreprises, continue de croître à un rythme soutenu. Dans le domaine financier, l'Internet est, de plus, intégré non seulement dans les circuits de distribution des banques et des sociétés de Bourse, mais aussi dans le développement des nouvelles plates-formes de marchés financiers et les grandes infrastructures de paiement et de règlement des

\* *Managing Director* de Global Electronic Finance, consultant international spécialisé dans les questions de l'impact de la technologie de l'information sur la stratégie des entreprises et les politiques économiques.

transactions. La cyberfinance n'est qu'au début de son essor.

### La tornade numérique

Internet est une vague de fond, une déferlante qui prolonge et amplifie la révolution micro-informatique des années 1980. Le micro-ordinateur a mis à la disposition de dizaines de millions d'utilisateurs une capacité de traitement de l'information, réservée auparavant à quelques milliers d'experts dans les grandes entreprises. En reliant ces utilisateurs entre eux, Internet crée une véritable « tornade numérique »<sup>2</sup>.

Internet est bien plus qu'un protocole de réseau et un ensemble de standards de communication (TCP). C'est un environnement d'ensemble qui englobe les architectures techniques de télécommunication et d'informatique ainsi que les nouvelles logiques économiques. Dans les télécommunications, Internet permet d'interconnecter les réseaux les plus variés. Il constitue un « réseau des réseaux » qui enrichit considérablement et continuellement la communication, accommodant une diversité de formes - élaborées ou sommaires, simples ou complexes - dans une variété de configurations : dialogue bilatéral, communauté restreinte, communauté élargie, groupe structuré, groupe *ad hoc*. Du point de vue de l'utilisateur, Internet permet l'intégration des données numériques, des liaisons vocales et des images, faisant du multimédia une réalité quotidienne.

D'un point de vue économique, Internet crée de nouveaux modèles, basés sur l'abondance de l'information et l'ubiquité de l'accès. Ces modèles modifient profondément les relations entre les producteurs, les distributeurs et les consommateurs. Internet bouleverse le mode de fixation de la valeur et, par conséquent, la nature des transactions et des marchés. Dans le monde virtuel, le transfert de la valeur n'est plus

lié à l'échange de biens et de services. Internet génère des avantages économiques appréciables pour les clients et les fournisseurs, mais la valeur de ces avantages ne peut plus être déterminée par les méthodes traditionnelles telles le coût marginal de production ou la capacité à payer du consommateur. Dans l'univers d'Internet, la fixation indirecte des prix, par les techniques du tiers-payant comme la publicité, ou par les commissions sur les services, est souvent une nécessité<sup>3</sup>. Le modèle économique Internet est très instable car peu de gens comprennent la logique sous-jacente, et la plupart des approches actuelles de la captation de la valeur sont encore balbutiantes, ce qui explique les difficultés des sociétés qui cherchent à utiliser ces approches.

### La logique Internet

En bref, la logique Internet signifie :

- une vitesse foudroyante de développement et surtout de diffusion des applications, des produits et des services. En quelques mois, les pionniers du commerce électronique ont pu atteindre des millions, voire des dizaines de millions d'utilisateurs ;
- de faibles coûts : même si les coûts de développement et de mise en œuvre ne sont pas aussi bas qu'annoncés par ses fervents promoteurs, ils sont bien plus bas que ceux engendrés par les réseaux traditionnels. De plus, Internet permet une réduction considérable des coûts de transaction ;
- de nouvelles approches de travail en collaboration et de gestion des transactions.

Ces trois tendances se renforcent mutuellement. Leur impact peut être résumé en deux thèmes majeurs : l'ubiquité et la mobilité.

L'ubiquité comporte trois dimensions :

- l'accès : la gamme de terminaux d'accès à l'Internet continuera de s'élargir, et leur coût de diminuer, créant les conditions d'un accès continu, mobile et de masse ;



- les réseaux : l'Internet réduit non seulement les coûts de communication, mais aussi celui de la mise en place en réseaux ; ce qui va entraîner une prolifération de réseaux de toute taille ;  
- le développement applicatif : les nouvelles technologies de programmation et l'Internet créent les conditions pour démocratiser le processus de développement des applications.

L'informatique et les réseaux sont de plus en plus mobiles, et cette tendance va continuer et sera renforcée par deux technologies : les communications mobiles (notamment les réseaux 3G) et la carte à puce. Ces deux technologies, dans lesquelles l'Europe est en avance par rapport aux États-Unis, connaissent une expansion encore plus forte et plus rapide qu'Internet.

## LA CYBERFINANCE

### Un potentiel explosif de déstructuration

La cyberfinance peut être considérée comme une extension logique de la géofinance. On y retrouve les trois vecteurs que nous avons décrits plus haut : la globalisation, la technologie de l'information et la déréglementation. Néanmoins, la cyberfinance introduit une nouvelle donne. Elle augmente la capillarité des flux financiers : grâce au téléphone et à l'ordinateur personnel, la banque et la Bourse s'installent à demeure dans les entreprises et dans les foyers.

Plus fondamentalement, elle recèle un potentiel explosif de déstructuration et de déstabilisation du secteur financier, qui pourrait profondément modifier son équilibre concurrentiel.

La caractéristique fondamentale de l'Internet est qu'il abolit les frontières :

- entre les pays : sur l'Internet, il n'y a *a priori* aucune différence d'accès entre une

banque française, japonaise ou allemande ;  
- entre les applications : l'interface Internet permet d'intégrer plusieurs applications. Ce qui signifie non seulement que l'on peut consulter plusieurs banques simultanément, mais surtout que l'on peut intégrer, sans trop de difficultés, le service financier dans une application du commerce électronique et le rendre utilitaire voire transparent ;

- entre les métiers : dans un univers virtuel, l'utilisateur final a de plus en plus de mal à distinguer entre l'opérateur de réseau, le prestataire de services, le fournisseur du contenu et d'autres intervenants.

Cette caractéristique entraîne plusieurs conséquences de nature parfois contradictoire : l'éclatement de la chaîne de valeur, la délocalisation, le changement du rapport de force avec le consommateur, l'ouverture et la reconfiguration du champs concurrentiel.

**L'éclatement de la chaîne de valeur** s'exprime de deux façons :

- une dissociation des fonctions auparavant intégrées. Ainsi, dans une transaction financière gérée par une banque dans le monde physique, la garantie et l'authentification des parties étaient souvent implicites. Dans le monde virtuel, il faut les expliciter et segmenter. Une transaction virtuelle nécessite plusieurs garanties et plusieurs authentifications (client, commerçant, intermédiaire...). Ce qui donne lieu à l'émergence de nouvelles fonctions telles que « le tiers de confiance » ou « le tiers certificateur ». De nombreuses banques ont du mal à se positionner par rapport à ces fonctions ;

- une intégration des fonctions auparavant dissociées. Ainsi, dans le monde virtuel, il est facile de pratiquer la multibanque. De même, pour le commerce de biens immatériels comme l'information, il est aisé de combiner l'achat, le paiement et les services associés, ainsi que la livraison du bien acheté.

Cet éclatement entraîne donc l'éviction de l'institution financière au profit d'un



autre intermédiaire ou du client final. Cette désintermédiation peut se situer au niveau du produit/service final ou au niveau des étapes intermédiaires de la chaîne de valeur. Un exemple de la désintermédiation au niveau final est le système du tiers-payant (à travers la publicité) où l'utilisateur ne paie plus directement l'achat des biens et des services. La gestion de l'infrastructure de confiance peut aussi donner lieu à la désintermédiation, si les banques n'assument pas les fonctions de garantie. Les banques risquent donc de perdre la fonction traditionnelle d'ensemblier des services financiers au profit de nouveaux intermédiaires. Ainsi aux Etats-Unis, Intuit, au départ un éditeur de logiciel de consolidation et d'opérations bancaires, mais aussi Microsoft et Yahoo, se positionnent aujourd'hui comme ensembleurs de la nouvelle chaîne de valeur des services financiers.

**La délocalisation** : dans le monde virtuel, tout est global et tout est local. Il est facile d'aller chercher un fournisseur ou un prestataire de service à l'autre bout de la planète, et d'établir avec lui des liens d'affinité tellement forts et étroits qu'ils deviennent plus proches du client qu'un fournisseur géographiquement limitrophe. Ce qui remet en cause la notion bien ancrée de la suprématie de la proximité géographique dans la banque des particuliers.

**Le changement du rapport de force avec le consommateur** : dans le monde Internet, les coûts de la recherche de l'information sont dramatiquement réduits, donnant aux clients les moyens de choisir plus librement les services, et de se libérer d'une dépendance sur une seule banque. La loyauté vis-à-vis de la banque « maison » diminue fortement : la mise en concurrence et une plus grande sélectivité deviennent de rigueur non seulement dans les entreprises, mais aussi chez les particuliers. Le transfert du savoir et du savoir-faire vers l'utilisateur est continu et irré-

versible. Cette tendance va à l'encontre de la logique du « tout compris » d'un seul fournisseur privilégié. Une différence profonde de points de vue entre l'entreprise et ses clients se fait jour : l'entreprise faisant un pari sur la synergie d'une offre intégrée alors que les clients préfèrent une spécialisation de leurs fournisseurs, et assument eux-mêmes la fonction d'ensemblier.

**L'ouverture et la reconfiguration du champ concurrentiel** : dans l'univers Internet, la dynamique concurrentielle du secteur financier se modifie. L'avantage de la proximité géographique s'atténue. Le nouveau champ concurrentiel inclut non seulement les banques d'un même pays, mais aussi toutes les banques présentes sur l'Internet ainsi que les non-banques qui maîtrisent les leviers de l'Internet : les gestionnaires de réseaux, les fournisseurs de technologies et de services spécialisés ainsi que les nouveaux ensembleurs qui connaissent bien les règles émergentes de fonctionnement de la chaîne de valeur. Une de ces règles est la « co-opétition », un mélange délicat et instable de la coopération et de la compétition. Il faut savoir la pratiquer non seulement avec les concurrents traditionnels et avec les nouveaux entrants, mais aussi et surtout avec les consommateurs.

### Une pénétration inégale

Le développement de la cyberfinance en quelques années a été remarquable, et on peut dire qu'il constitue probablement la plus belle réussite du commerce électronique. Toutefois, le taux et la rapidité de sa pénétration varient fortement entre les secteurs et les pays. Ainsi, les transactions boursières en ligne ont apparemment plus de succès que les transactions bancaires classiques. Alors que la banque par Internet progresse à une vitesse respectable mais mesurée, la Bourse en ligne a connu une croissance fulgurante. La première reste



un phénomène relativement marginal, avec une pénétration moyenne de 5 à 10 %, la seconde, par contre, a déjà un impact majeur sur les marchés boursiers. Aux Etats-Unis, 20 % des transactions se font par Internet, et ce pourcentage est en constante augmentation. L'Internet a aussi suscité l'émergence de portails et de sites spécialisés dans l'information financière. En plus, les journaux financiers, les distributeurs traditionnels, ainsi que les marchés organisés, ont mis les données financières en ligne souvent gratuitement. Désormais, les investisseurs individuels disposent d'une information très abondante, qui atténue considérablement l'asymétrie informationnelle entre ceux-ci et les investisseurs institutionnels ou les intermédiaires.

La structure de l'intermédiation boursière a subi une profonde modification : un tout nouveau groupe d'acteurs est apparu, comme Charles Schwab ou E-Trade. De plus, Internet transforme la structure et l'infrastructure du marché : les ECN (Electronic Communication Networks), ainsi que de nouveaux intermédiaires, comme Knight Securities, ont vu le jour pour gérer le flux des ordres passés sur Internet. Les Bourses traditionnelles sont confrontées à un nouveau défi : d'une part, Internet offre une opportunité aux Bourses d'augmenter le volume des transactions mais, d'autre part, il menace potentiellement leur propre existence. Certains experts pensent en effet que les plates-formes alternatives de transaction, basées sur l'Internet, vont rendre obsolètes les Bourses actuelles. Dans les marchés interprofessionnels pour les instruments tels les obligations ou les contrats de change, les nouvelles plates-formes ont déjà pris des parts de marchés significatives.

La chute sévère des marchés boursiers américains, et en particulier du Nasdaq, a eu bien évidemment un impact négatif sur les courtiers en ligne qui ont souffert des fortes chutes de volume et de rentabilité. Toutefois, elle ne change

pas la dynamique sous-jacente. Au contraire, dans les périodes de forte volatilité, l'accès immédiat et à coût réduit aux marchés est considéré comme essentiel par les investisseurs.

### **Les Etats-Unis et l'Europe : un fossé imaginaire et réel**

L'Union européenne est souvent considérée comme étant en retard par rapport aux Etats-Unis dans le domaine de la cyberfinance. Cette affirmation est trop péremptoire et doit être nuancée. En ce qui concerne la banque par Internet, l'Europe n'est certainement pas à la traîne vis-à-vis des Etats-Unis, bien au contraire. Des banques comme Nordea, la Deutsche Bank ou Barclays, ont plus de clients et offrent un plus large éventail de services que leurs concurrents américains. Nordea est reconnue comme le leader mondial de la banque sur Internet. L'Europe est au premier rang du développement de la banque sans guichet - tout Internet - comme Egg en Grande-Bretagne, lancée en octobre 1998 et qui comptait plus de 1,6 million de clients en avril 2001. De même, dans la banque mobile, basée sur GSM, les banques européennes ont plusieurs longueurs d'avance.

La situation est très différente en ce qui concerne la Bourse en ligne qui, en Europe, reste un phénomène marginal. L'Allemagne est une exception : les courtiers en ligne allemands ont attiré plus de 500 000 clients alors qu'en Grande-Bretagne et en France, les grandes firmes ont moins de 100 000 clients. Le nombre total de clients en ligne européens est moins élevé que le nombre de clients de E-Trade, le numéro deux du courtage en ligne aux Etats-Unis.

L'écart est encore plus important en ce qui concerne les plates-formes de marché. Le projet le plus ambitieux, Jiway, lancé à l'automne 2000 par le marché électro-



que suédois, OM, et la grande banque d'affaires américaine, Morgan Stanley, pour permettre aux courtiers en ligne d'exécuter des transactions en ligne entre différents pays européens, n'a pas pu générer de masse critique de transaction et de liquidité, et a été restructuré récemment. Au sein des institutions financières et des Bourses, de nombreux responsables de technologie restent circonspects, sinon méfiants, quant à l'utilisation de l'Internet pour les applications critiques, exigeant un très haut degré de fiabilité et un niveau garanti de service.

Et le fossé risque de s'aggraver. La correction des marchés boursiers de haute technologie en Internet a été encore plus sévère en Europe qu'aux Etats-Unis. Ainsi, le Neuer Markt en Allemagne, dont la performance haussière entre 1997 et 2000 (plus de 600 %) a certainement contribué à l'essor de la Bourse en ligne en Allemagne, a chuté de plus de 90 % depuis l'an 2000. En plus, les courtiers européens en ligne sont plus fragiles que leurs collègues américains. Ceux qui sont cotés en Bourse, comme Consors ou Direct Anlage, ont vu leur valeur baisser de 90 % et plus. La consolidation de l'industrie européenne de courtage en ligne est jugée inévitable et a déjà commencé, notamment en France.

### LE DÉFI DE LA CULTURE BOURSIÈRE DE MASSE

Comment expliquer le retard européen dans le domaine de la Bourse en ligne ?

La justification courante d'un moindre taux d'utilisation et de pénétration des PC (Personal Computer), et des coûts de télécommunication élevés, n'est pas convaincante vu que la banque en ligne connaît un plus grand succès en Europe qu'aux Etats-Unis.

Pour nous, la cause fondamentale est l'absence d'une culture boursière de masse en Europe.

Le problème est durable et structurel. Les Européens sont plus nombreux, épargnent plus et, par conséquent, détiennent davantage d'actifs financiers que les Américains. Toutefois, l'essentiel de ces actifs est sous une forme de dépôts et de placements bancaires. Le pourcentage de population détenant des actions en Europe est quatre fois moins élevé qu'aux Etats-Unis, et la plupart des actions qu'ils détiennent sont sous forme de Sicav ou des fonds communs de placement. L'intermédiation financière en Europe est pour l'essentiel assurée par les banques de dépôt, qui privilégient leurs propres produits et les placements à revenu fixe. Ils considèrent le courtage et la distribution des actions comme une activité secondaire.

Les sociétés de Bourse indépendantes sont de taille réduite, et ne disposent pas de réseaux propres de distribution. Il n'y a pas de Merrill Lynch, Charles Schwab ou Fidelity européens, aucune institution financière importante dotée d'un large réseau de succursales dédiées au courtage de détail.

### Le déficit d'information

Une autre faiblesse européenne est le déficit d'information boursière : pour l'investisseur moyen, obtenir l'information de base - la capitalisation boursière, l'historique des performances financières - concernant même les plus importantes compagnies européennes cotées relève du parcours du combattant. Certaines de ces sociétés, Alcatel, Nokia, Siemens, sont cotées aux Etats-Unis, et l'information financière, qu'elles fournissent aux marchés américains, est plus complète et plus fiable que celle fournie aux marchés de référence.

Alors que l'analyse financière sur les actions en Europe est de bonne qualité (bien qu'elle tende à se concentrer sur les secteurs traditionnels et les marchés nationaux), la dissémination est limitée.



Les sociétés cotées et les intermédiaires financiers européens sont souvent réticents à faire connaître des données sur leurs activités. L'absence de transparence qui en résulte peut provoquer de sérieux « accidents du marché ». Ainsi, les graves difficultés de deux sociétés européennes de haute technologie, Baan aux Pays-Bas et Lernout and Hauspie en Belgique, sont dues aux pratiques comptables douteuses qui ont été trop longtemps tolérées par les autorités réglementaires. La perte de confiance, provoquée par ces accidents, a durablement affecté la crédibilité de l'ensemble des sociétés européennes de haute technologie.

Pour compléter le panorama rapide des causes de l'absence d'une culture boursière de masse, il faut mentionner l'ambivalence de la classe politique vis-à-vis des marchés boursiers, qui sont souvent perçus comme un casino sans réelle utilité économique.

La mise en œuvre d'un cadre législatif et réglementaire, permettant le déploiement des fonds de pension à travers l'Europe, est freiné par les préjugés idéologiques et le protectionnisme de nombreux gouvernements nationaux.

Des efforts considérables ont été déployés pour créer une monnaie unique, gérée par la Banque centrale européenne, qui a reçu de larges pouvoirs et a mis en place une infrastructure sophistiquée pour gérer les paiements interbancaires en euros. Par contre, dans le domaine boursier, aucun projet de création d'une infrastructure commune pour les marchés boursiers (qu'il s'agisse de l'information, de la cotation ou du règlement-livraison) n'a abouti.

Cette situation est en train d'évoluer. En février 2001, un comité des sages, présidé par Alexandre Lamfalussy, a remis à la Commission et au Parlement européen un rapport proposant des mesures concrètes afin d'accélérer la modernisation et l'harmonisation du cadre réglementaire des marchés financiers européens. Le « rapport Lamfalussy » a stimulé le

lancement d'une série de mesures réglementaires et législatives par la Commission européenne. Ces mesures doivent être accompagnées par des initiatives concrètes qui capitalisent sur le potentiel de la cyberfinance.

### Euro-EDGAR

L'information sur les sociétés cotées paraît comme le domaine privilégié pour de telles initiatives.

Aux Etats-Unis, la SEC (Securities Exchange Commission) a lancé, en 1984, EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval) un système de collecte, d'analyse et de diffusion de l'information sur les sociétés cotées sur les marchés américains. Ces sociétés ont une obligation légale de soumettre toute information à EDGAR, qui ensuite la dissémine aux investisseurs. Depuis cette année, EDGAR a entièrement basculé sur l'Internet : les sociétés ne peuvent soumettre l'information à consulter qu'à travers le « réseau des réseaux ».

Le déploiement d'un système pan-européen, Euro-EDGAR, en vue de collecter et de disséminer l'information sur les sociétés cotées, apporterait de nombreux bénéfices aux sociétés européennes, aux investisseurs et aux autres acteurs du marché.

Euro-EDGAR devra s'appuyer sur les technologies de l'Internet qui constitue un vecteur idéal de la dissémination de l'information. Le système devra être mis en œuvre à travers une coopération étroite entre les autorités publiques, les institutions financières et les fournisseurs de technologie.

La convergence entre la technologie de l'information et les services financiers, dont la cyberfinance est une incarnation parfois déroutante, est irréversible. L'es-

sor de la cyberfinance participe de l'évolution profonde de l'économie vers l'immatériel. La contrepartie ultime de la nouvelle valeur n'est plus la marchandise phy-

sique, facile à identifier et à manipuler, mais l'information insaisissable et impalpable. Ce qui explique sa volatilité et son abondance.

### NOTES

1. Goldfinger C., *La géofinance*, Paris, Seuil, 1986.
2. Werbach K., *Digital Tornado : The Internet and Telecommunications Policy*, OPP Working Paper, Federal Communications Commission, Washington DC, mars 1997.
3. Goldfinger C., *L'utile et le futile - l'économie de l'immatériel*, Editions Odile Jacob, Paris, 1994.