



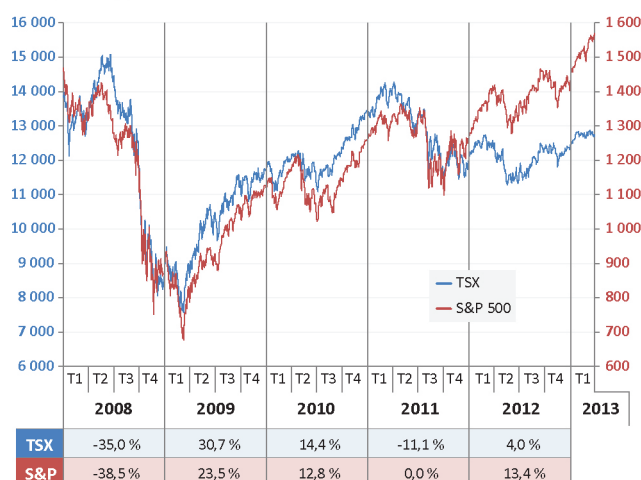
Secteur des valeurs mobilières aux États-Unis et au Canada : pourquoi des différences dans les bénéfices?

N° 60

À première vue, les secteurs canadien et américain des valeurs mobilières se ressemblent beaucoup. Dans les deux pays, le secteur est constitué d'une part de sociétés de courtage de grande taille de plein exercice détenues par des banques qui exercent leurs activités dans tout le pays, et d'autre part d'une foule de petites sociétés institutionnelles spécialisées régionales diversifiées et de sociétés spécialisées de détail de diverses tailles. Dans les deux pays, le secteur a connu les mêmes difficultés à la suite de la débâcle financière de 2008 et il est aux prises depuis les quelques dernières années avec une ambitieuse réforme réglementaire.

Cependant, un examen plus approfondi de la situation des deux secteurs révèle des différences importantes sur les plans du rendement, de la structure et de l'exploitation, tant pour les grandes sociétés détenues par les banques que pour les sociétés spécialisées. Ces différences expliquent les différences dans les bénéfices réalisés par les deux secteurs.

TSX par rapport à S&P



Source : S&P

Pour les deux secteurs, l'effondrement soudain des marchés financiers à la fin de 2008 a causé une période de volatilité et de perte de confiance des investisseurs, suivie par une reprise des marchés et l'adoption de réformes réglementaires massives dans les années subséquentes. Même si l'effondrement du marché

a réduit presque à néant les activités de services bancaires d'investissement et de détail des deux côtés de la frontière, depuis ce temps la rentabilité est très différente – à cause des conditions propres à chaque marché intérieur et des différences structurelles entre les deux secteurs. La réforme réglementaire et les normes de conformité plus sévères ont diminué les bénéfices. Mais ici aussi, l'impact a été différent pour les deux pays.

Bénéfices du secteur canadien par rapport au secteur américain : la clé est le rendement du marché des actions intérieur

Les bénéfices du secteur canadien se sont rapidement redressés en 2009-2010, à cause du renforcement des marchés des matières premières et des activités de négociation connexes sur les titres d'emprunt et les actions. Les bénéfices nets des sociétés canadiennes ont rebondi à 53 % en 2009, alors qu'il s'agissait d'un recul de 32 % des bénéfices en 2008. Tant les sociétés intégrées que les sociétés spécialisées ont profité de la hausse des bénéfices. Pendant ce temps, la rentabilité du secteur américain a continué de diminuer. Après un effondrement de la rentabilité en 2008 avec une baisse catastrophique de 515 %, la rentabilité du secteur américain a chuté d'une autre 50 % en 2011-2012. Cependant, la tendance des bénéfices du secteur américain s'est sensiblement renversée en 2012 alors qu'au Canada, les profits ont diminué en 2011 et 2012.

Rendement du secteur des valeurs mobilières

G\$ CA		2008	2009	2010	2011	2012*	08/07	09/08	10/09	11/10	12*/11
Canada	Produits	14,6	16,3	15,9	16,1	15,1	-15 %	12 %	-3 %	2 %	-7 %
	Dépenses*	6,5	6,6	6,8	7,4	7,3	4 %	0 %	4 %	8 %	-1 %
	Bénéfice net	1,9	2,9	2,4	2,0	2,1	-32 %	53 %	-17 %	-15 %	2 %
G\$ US		2008	2009	2010	2011	2012*	08/07	09/08	10/09	11/10	12*/11
États-Unis	Produits	290,5	278,9	254,8	238,9	254,9	-39 %	-4 %	-9 %	-6 %	7 %
	Dépenses*	227,9	112,7	118,4	122,6	118,7	-31 %	-51 %	5 %	3 %	-3 %
	Bénéfice net	-24,7	49,5	24,8	11,3	25,2	-515 %	300 %	-50 %	-55 %	124 %

*exclut les rémunérations variables

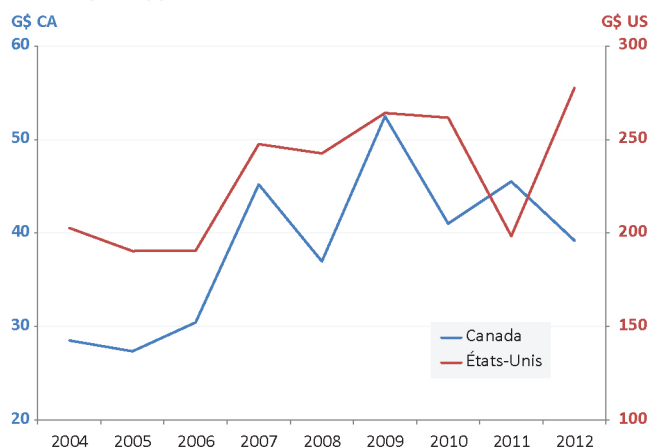
Source : SIFMA, ACCVM

Les différences importantes dans la rentabilité des deux secteurs l'année dernière découlent en grande partie de la vitalité du marché des actions intérieur de chaque pays qui génère les activités de négociation institutionnelle et de détail des sociétés

intégrées et spécialisées. Les marchés canadiens des actions, à cause de leur forte pondération dans les ressources naturelles, ont fortement rebondi en 2009 et 2010. Les marchés canadiens ont par la suite basculé en 2011 et tout au long de 2012, ce qui a nui à la rentabilité du secteur canadien. Les bénéficiaires d'exploitation des sociétés spécialisées de détail ont disparu l'an dernier, en chute par rapport aux bénéfices moyens de 600 M\$ réalisés en 2007. Les bénéficiaires des sociétés spécialisées institutionnelles ont diminué de moitié et du tiers par rapport respectivement à ceux de 2010 et 2007. Les sociétés intégrées ont bien tenu leur bout en 2011 et 2012.

Les marchés des actions aux États-Unis ont dérapé en 2009-2010, en grande partie à cause de la crise en Europe et de l'imbricatio politique sur le déficit fiscal américain. Les bénéfices des grandes sociétés de courtage américaines ont aussi été compromis par : le fardeau des actifs improductifs; ce qu'il reste des portefeuilles de dérivés d'avant le krach; une plus importante présence commerciale et une plus forte exposition aux difficiles marchés européens. Les rendements des capitaux propres des grandes sociétés de courtage américaines détenues par des banques se situaient dans la fourchette des 5 à 10 % en 2009-2011 – la moitié de ceux de leurs homologues canadiennes. Mais, vers le milieu de 2011, la situation s'est inversée. Les marchés des actions aux États-Unis ont commencé un mouvement soutenu à la hausse avec un indice composé S&P en hausse de 13 % alors que l'indice composé TSX n'augmentait que de 4 % en 2012. Les bénéfices nets du secteur des valeurs mobilières aux États-Unis ont fortement rebondi l'an passé, en hausse de 124 %.

Émission d'actions Canada par rapport aux États-Unis



Source : SIFMA, ACCVM

Les réformes américaines : mises en œuvre plus rapidement et de plus grande ampleur

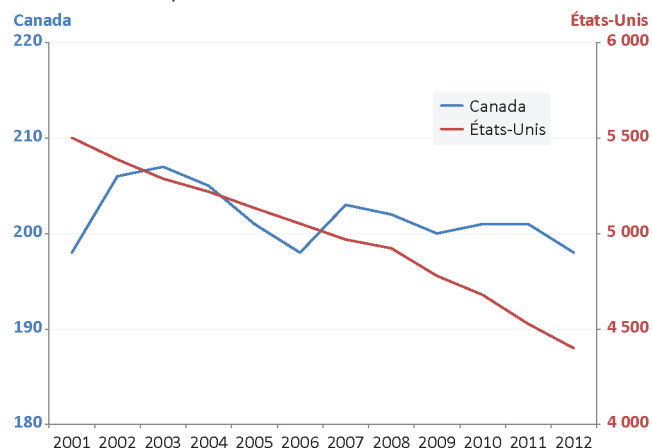
Au cours des quatre dernières années, le secteur des valeurs mobilières aux États-Unis et au Canada a été l'objet d'une réforme réglementaire en profondeur provoquée par l'effondrement financier de 2008 et les changements structurels qui ont balayé les marchés des actions dans les deux pays. Ici aussi, un examen plus approfondi révèle des différences importantes qui ont eu des impacts différents sur les sociétés de courtage selon le pays.

Le processus de réforme a été à grande échelle dans les deux pays et les nouvelles réglementations ont beaucoup augmenté les coûts dans les deux secteurs.

Cependant, les réformes américaines ont été de plus grande ampleur. Les sociétés américaines, particulièrement les sociétés détenues par les banques, ont dû s'adapter à de nouvelles règles pour corriger les faiblesses systémiques des marchés financiers américains qui ont été mises à jour lors des faillites et renflouements généralisés de banques et sociétés de courtage. Cela a amené l'adoption d'une réglementation prévoyant des changements structurels, telle la mise en place d'une autorité de résolution qui supervise ainsi que de règles connexes, et de normes pour minimiser le risque institutionnel, la plus importante étant la règle de Volcker. Une fois cette réglementation finalisée, les grandes sociétés de courtage américaines devront mettre fin à leurs opérations pour compte propre. En même temps, la loi Dodd-Frank a incité la SEC et l'organisme d'autoréglementation FINRA à mettre en œuvre un vaste éventail de règles sur les informations, les fonds propres et les pratiques du marché tant sur les marchés au comptant que ceux des dérivés.

Nombre de sociétés

Courtiers en valeurs mobilières canadiens par rapport aux courtiers-contrepartistes américains



Source : SIFMA, ACCVM

Non seulement la réforme réglementaire a été plus globale aux États-Unis, ce qui illustre l'importance de l'impact de l'effondrement financier sur les institutions et marchés américains, mais elle n'a pris que les quatre années suivant la crise pour être complétée. Au Canada, le modèle de relation client-conseiller, qui est un ensemble complet de règles régissant la relation entre un client et son conseiller, et les exigences en matière d'informations et de conformité sur les marchés des dérivés de gré à gré, ont commencé à prendre forme bien avant le krach financier de 2008, ce qui a permis une plus grande période de consultation et laissé plus de temps pour s'adapter aux nouvelles réformes.

Les sociétés américaines : efficacités des plateformes et moyenne des comptes plus importante

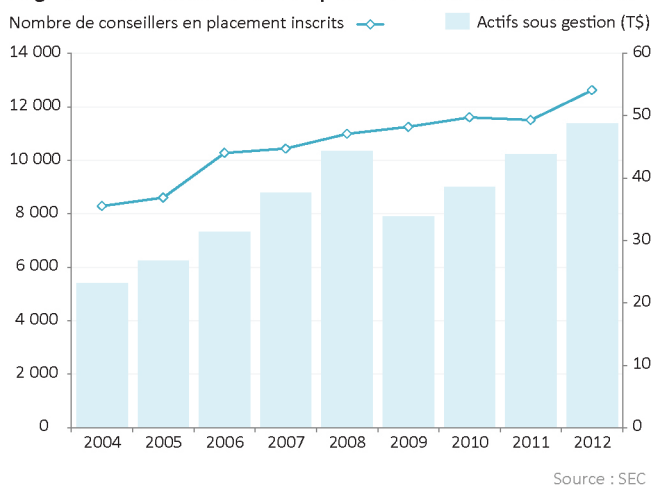
D'autres facteurs ont aussi contribué aux différences de rentabilité entre les deux secteurs au cours des dernières



années, particulièrement l'année passée qui a vu une forte progression des bénéfices des sociétés américaines. Les petites sociétés américaines ont massivement fait affaire avec des plateformes de courtiers chargés de comptes à cause des coûts de l'autocompensation, des normes plus strictes sur les fonds propres, et de l'augmentation des exigences d'autres réglementations. Cependant, au Canada il y a encore plus de la moitié des petites sociétés qui font leur propre compensation. La persistance de l'autocompensation résulte des précédents historiques et d'une technologie efficace de compensation, cependant avec le temps, il est probable que les sociétés utiliseront des plateformes.

Les courtiers chargés de comptes aux États-Unis – Schwab, Fidelity, Pershing, First Clearing, et TD Ameritrade – fournissent un appui efficace et complet aux activités commerciales et de conformité des courtiers-contrepartistes et conseillers en placement inscrits (RIA), en offrant des produits et services financiers, une gamme complète de produit pour satisfaire aux exigences de conformité, et aussi d'autres services comme le recrutement de conseillers. Les courtiers chargés de comptes aux États-Unis sont aussi capables de s'occuper du fardeau de la conformité des petites sociétés, ce qui n'est pas le cas de leurs homologues canadiens. Par ailleurs, les organismes de réglementation américains sont plus souples, car ils permettent l'impartition des activités de conformité. De plus, la moyenne du montant des actifs dans les comptes détenus auprès des courtiers-contrepartistes et conseillers en placements inscrits est de 250 K\$, ce qui est plus que le double de la moyenne canadienne, avec comme résultat de plus grands bénéfices nets. De même, la moyenne des actifs gérés par une société américaine est d'environ le double de celle d'une société canadienne.

Augmentation des conseillers en placement inscrits aux États-Unis



Enfin, le secteur américain est bien placé pour profiter de la préférence des clients pour les comptes carte blanche à cause du grand nombre de sociétés de RIA qui occupent ce créneau en plus des courtiers-contrepartistes traditionnels. Les RIA se livrent à une concurrence féroce en proposant des plateformes de négociation sophistiquées qui offrent un large éventail de

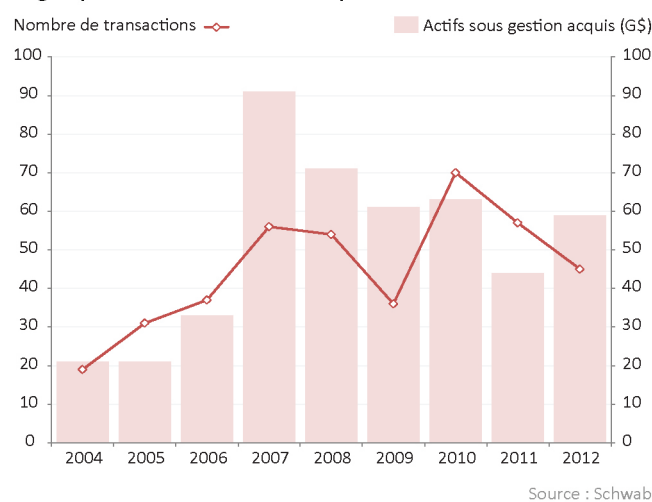
fonds d'investissement gérés par des tiers et diverses ententes de garde. Les actifs sous gestion détenus auprès des sociétés de RIA ont augmenté de près du tiers dans les cinq ans qui se terminent en 2012 pour atteindre 50 T\$.

Les sociétés canadiennes ont aussi répondu à la demande croissante des clients pour des comptes carte blanche en offrant plusieurs choix à partir de portefeuilles constitués de regroupements de fonds jusqu'à une solution personnalisée constituée d'un compte carte blanche gérée par elles ou par des tiers.

Changements structuraux des secteurs des valeurs mobilières au Canada et aux États-Unis

La période de quatre ans de faible rentabilité du secteur des valeurs mobilières aux États-Unis et l'augmentation des frais fixes (causée principalement par l'accroissement du fardeau réglementaire) ont déclenché rapidement des regroupements chez les 5 000 courtiers-contrepartistes et 13 000 RIA enregistrés auprès de la SEC. Par exemple, les données de la SIFMA indiquent qu'environ 500 sociétés (en tenant compte des nouveaux intrants et des abandons), soit près de 10 % du total, ont cessé leur exploitation au cours des cinq dernières années.

Regroupements des conseillers en placement inscrits aux États-Unis



Les acquéreurs des sociétés américaines proviennent de tous les segments du marché. Il s'agit des grandes sociétés de courtage détenues par les banques, de plusieurs petites et moyennes sociétés indépendantes de RIA et des courtiers contrepartistes. Par exemple, la société United Capital a acquis 42 petites sociétés de RIA au cours des dernières quelques années. Malgré le rythme rapide des regroupements, le nombre total de RIA a augmenté légèrement à cause des nouveaux entrants et du changement de modèle d'entreprise alors que les sociétés sont passées de courtiers-contrepartistes à des sociétés de RIA. La plupart des sociétés de RIA se fient aux courtiers chargés de comptes pour satisfaire à leurs besoins commerciaux et de conformité.

Il y a aussi une forme indirecte de regroupement alors que les plus grandes sociétés américaines sont très actives dans

le recrutement de conseillers, et ce, au détriment des petites sociétés qui subissent l'exode des actifs des clients avec toutes les conséquences négatives sur la masse critique et les économies d'échelle. La crainte du départ de conseillers compétents a aussi incité les petites sociétés à augmenter leur rémunération dans le but de les retenir. Un récent sondage mené auprès de dirigeants de courtiers-contrepartistes a mis en évidence que le recrutement de courtiers par les plus grandes sociétés est le plus gros problème des petites sociétés. L'amélioration du marché durant la dernière année est arrivée trop tard pour un grand nombre de sociétés.

Le rythme des regroupements a été plus lent au Canada, alors que pour l'ensemble du secteur, il n'y a eu que 2 sociétés (1 % des sociétés de courtage inscrites auprès de l'OCRCVM) qui ont mis fin à leurs activités au cours des quatre dernières années, alors qu'il y en a eu environ 400 aux États-Unis (8 % des sociétés inscrites auprès de la SEC). Les statistiques montrent aussi que les plus grandes sociétés intégrées se sont livrées à une concurrence féroce pour recruter les meilleurs courtiers, ce qui ajoute encore de la pression sur les petites sociétés, comparable à ce qui se passe aux États-Unis. D'autres acquisitions et fermetures de sociétés sont à prévoir, sauf si le marché continue à s'améliorer et que les émetteurs et les investisseurs institutionnels et de détail sont plus actifs sur les marchés pour en augmenter la rentabilité.

Je tiens à exprimer une reconnaissance toute particulière à Eon Song, analyste des marchés des capitaux, qui a fourni les analyses et l'assistance technique.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Avril 2013