

Le 7 novembre 2011

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, Square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Par courriel à : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Maître,

OBJET : Corporation d'Acquisition Groupe Maple – Avis de consultation publique

L'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'OCRCVM) a constitué un comité sectoriel (le Comité) pour conseiller son conseil d'administration (le Conseil) sur le projet d'acquisition par la Corporation d'Acquisition Groupe Maple (Maple) de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs Ltée (CDS Ltée). Le Comité est reconnaissant d'avoir l'occasion de répondre à l'avis de consultation publique (l'avis) émis par l'Autorité des marchés financiers (l'Autorité) sur l'acquisition proposée par Maple (le projet Maple) de Groupe TMX Inc. (TMX), d'Alpha Trading Systems Limited Partnership (Alpha LP), d'Alpha Trading Systems Inc. (et avec Alpha LP, Alpha), de CDS Ltée et, indirectement, de Services de dépôt et de compensation CDS Inc. (Compensation CDS et, avec CDS Ltée, CDS) et sur la demande de Maple (la demande) à l'Autorité de l'émission de certaines ordonnances nécessaires dans le cadre du projet Maple.

En termes généraux, comme le précisent nos commentaires ci-après, le Comité croit que le modèle d'affaires actuel de CDS (c.-à-d. le « recouvrement des coûts ») a permis la prestation de services de compensation et de règlement efficaces et économiques pour tous les participants du marché, a bien servi les marchés financiers canadiens et a été un facteur dans la grande confiance que manifeste la communauté internationale dans le système financier canadien. L'approche privilégiée par le Comité consisterait à maintenir le *statu quo* en ce qui concerne le fonctionnement de CDS à l'avenir, car le Comité croit que des pouvoirs monopolistiques non contrôlés exercés par des intervenants dominants sur le marché pourraient miner le système équitable, efficace et à faible risque actuellement en place.

À propos de l'OCRCVM

L'OCRCVM est l'organisme d'autoréglementation national qui surveille l'ensemble des sociétés de courtage et l'ensemble des opérations effectuées sur les marchés boursiers et les marchés de titres d'emprunt au Canada. L'OCRCVM détient actuellement 15,2 % des actions ordinaires en circulation de CDS Itée.

À propos de CDS

Étant l'organisme national de compensation et de règlement ainsi que le dépositaire des titres de participation et de créances du Canada, CDS joue un rôle d'une importance systémique sur les marchés des capitaux du Canada. Constituée par le secteur des placements en 1970, CDS fonctionne selon le principe du « recouvrement des coûts » dans lequel les bénéfices ne sont pas distribués aux actionnaires mais sont imputés directement en réduction des coûts pour tous les participants du marché au Canada. L'acquisition proposée de CDS et de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) (filiale en propriété exclusive de TMX qui doit être acquise indirectement dans le cadre du projet Maple) donnerait naissance à un monopole « à but lucratif » regroupant tous les services de compensation et de règlement au Canada.

À propos du Comité

Le Comité a été créé dans le cadre des efforts de l'OCRCVM pour solliciter les opinions du secteur sur les questions stratégiques, opérationnelles et de politique publique découlant de l'acquisition proposée de CDS par Maple. En outre, les opinions du Comité concernant les conditions de l'offre de Maple pour les actions de CDS Itée détenues par l'OCRCVM alimenteront la réflexion du Conseil sur cette offre. Le Comité est composé de chefs de direction et d'autres représentants supérieurs de dix-huit courtiers membres (courtiers en valeurs mobilières réglementés par l'OCRCVM) qui ne sont pas des investisseurs dans Maple ou des conseillers de Maple ni n'étaient des conseillers dans le cadre de la transaction concurrente antérieure entre TMX et London Stock Exchange Group plc. Le Comité reflète une représentation large de sociétés, grandes, moyennes et petites, réparties dans toutes les régions du Canada (on trouvera la liste de ses membres ci-joint).

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières s'en remettent à l'OCRCVM pour fixer et faire respecter une réglementation et des normes pour le secteur

des placements de grande qualité, protéger les épargnants et renforcer l'intégrité du marché tout en assurant l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers. Un processus de compensation et de règlement efficace et économique revêt la plus grande importance pour tous les participants du marché, notamment les émetteurs, les courtiers en valeurs mobilières et les investisseurs, ainsi que pour les marchés des capitaux du Canada en général. Par conséquent, le Comité a déterminé qu'il serait approprié de donner une réponse générale exposant les opinions du Comité sur a) la gouvernance de CDS, b) l'accès aux services de compensation et de règlement et c) le coût des services de compensation et de règlement, sans renvoyer aux questions spécifiques posées dans l'avis de consultation de l'Autorité.

Notre réponse suit. Certaines expressions définies dans l'avis sont reprises avec le même sens dans cette lettre, à moins d'indication contraire.

Sommaire

En résumé, les conclusions du Comité sont les suivantes :

- il préférerait le maintien du *statu quo*, car un monopole « à but lucratif » sans restrictions pour tous les services de compensation et de règlement au Canada ne servirait pas au mieux les intérêts des marchés financiers canadiens;
- les barrières à l'entrée élevées pour les services de compensation et de règlement empêchent l'implantation de nouveaux concurrents et par conséquent rendent toute concurrence difficile sinon improbable (contrairement aux plateformes de négociation parallèles pour lesquelles les barrières à l'entrée sont comparativement beaucoup plus basses);
- il est impératif que la structure de gouvernance de CDS tienne compte des responsabilités de CDS envers une vaste gamme de parties prenantes (pas seulement ses actionnaires, mais également les émetteurs, les investisseurs, les courtiers en valeurs mobilières, les organismes de réglementation, les administrations publiques et d'autres participants au marché);
- l'accès des courtiers en valeurs mobilières aux services de compensation et de règlement de CDS doit être garanti, car la transformation de CDS en entreprise « à but lucratif » pourrait entraîner la mise en place d'exigences de fonds propres et de garantie plus restrictives qui forceraient les petites

sociétés à changer de modèle d'affaires pour compenser leurs opérations par l'entremise de chargés de comptes;

- les préoccupations concernant la structure tarifaire future de CDS ne sont pas limitées aux augmentations futures possibles des prix mais comprennent également ce qu'il adviendra des remises actuelles accordées par CDS et la possibilité que les avantages des augmentations de volume d'opérations futures prévues et les gains de synergie et d'efficacité futurs ne soient plus redistribués aux participants, et notamment, indirectement, aux investisseurs individuels.

Gouvernance de CDS

Étant donné son importance systémique pour les marchés des capitaux canadiens, CDS sert une grande variété de parties prenantes dont les émetteurs, les courtiers en valeurs mobilières, les investisseurs, les organismes de réglementation, les administrations publiques et d'autres participants du marché. Si Maple devait faire l'acquisition de TMX et de CDS, il serait impératif que la structure de gouvernance de CDS tienne compte des intérêts légitimes de toutes les parties prenantes (et pas seulement des intérêts des actionnaires de Maple) dans un processus de compensation et de règlement efficace et économique.

Maple a indiqué qu'elle compte obtenir la propriété intégrale de CDS et on peut présumer, si c'est nécessaire, l'éviction de l'OCRCVM avec sa participation minoritaire. Si cela devait se produire, l'OCRCVM perdrait son droit légal actuel de nommer un administrateur au conseil de CDS. Cependant, nous relevons que la demande indique que Maple propose un processus reposant sur un groupe du secteur et un organisme d'autoréglementation représentant le secteur qui devraient proposer des candidats, dont au moins un sera sélectionné pour siéger au conseil de CDS. Le Comité estime que, au moins un membre du conseil de CDS devrait être proposé l'OCRCVM pour simplifier les affaires et ainsi assurer et préserver une représentation plus large des utilisateurs du secteur au conseil de CDS à l'avenir.

La demande propose que le conseil de CDS soit composé de onze administrateurs : cinq administrateurs indépendants, cinq administrateurs nommés par le conseil d'administration de Maple et un administrateur dirigeant.

Le Comité recommande qu'une majorité des administrateurs du conseil de CDS soient indépendants de Maple et des actionnaires de Maple.

Bien que la demande précise que le Comité des finances et d'audit et le Comité de la gouvernance comprendront un certain pourcentage ou nombre d'administrateurs indépendants, le Comité recommande que chacun des comités du conseil de CDS (y compris le Comité de gestion des risques) soit tenu de comprendre un pourcentage ou un nombre spécifié d'administrateurs indépendants. De plus, le Comité recommande que tout comité du conseil de CDS ayant pour mandat d'examiner les frais et l'accès (c.-à-d. non seulement le Comité de gestion des risques, mais aussi le Comité des finances et d'audit) compte obligatoirement une représentation indépendante du secteur/des utilisateurs pour assurer une prise en compte formelle de leur perspective.

Accès aux Services de compensation et de règlement

Le Comité craint que, une fois transformée en entreprise « à but lucratif », CDS cherche à modifier ses politiques de risque pour limiter la disponibilité des services qu'elle offre à l'exclusion de certains participants actuels de CDS. Comme participants de CDS, les courtiers en valeurs mobilières doivent respecter certaines obligations de fonds propres et de garantie. Le Comité craint qu'une transition à des exigences plus restrictives, sans une réduction correspondante du risque global, puisse pousser de petites sociétés qui procèdent actuellement elles-mêmes à la compensation (avec un accès direct aux services de CDS) à modifier leur modèle d'affaires pour accéder aux services de CDS par l'entremise d'ententes de correspondance avec un chargé de comptes. Actuellement, la majorité des courtiers membres de l'OCRCVM (plus de 60 %) effectuent leur compensation par des ententes avec des chargés de comptes. Un regroupement plus poussé des services de compensation et de règlement soulève d'importantes préoccupations opérationnelles et craintes pour l'intérêt du public, comme une plus grande vulnérabilité à tout revers financier que subiraient les courtiers chargés de comptes. Par conséquent, le Comité estime qu'il devrait y avoir, dans toute ordonnance de reconnaissance, l'exigence expresse que CDS soit tenue de maintenir un accès direct large à ses services de compensation et de règlement pour divers modèles de sociétés et que les changements apportés au modèle de risque soient examinés par une

instance indépendante afin de veiller à ce que le risque global demeure à un niveau approprié.

Coût des services de compensation et de règlement

L'intégration prévue de CDS et de CDCC après l'acquisition de TMX et de CDS par Maple entraînerait un monopole « à but lucratif » de tous les services de compensation et de règlement au Canada, ce qui, ajouté aux importantes barrières à l'entrée, rendrait peu probable l'implantation de nouveaux participants sur le marché de la compensation et pourrait avoir pour effet d'empêcher l'innovation.

Les seuls détails que donne Maple concernant les frais proposés sont que « Compensation CDS doit répartir équitablement ses frais à l'égard des services de règlement », que « les frais ne doivent pas avoir pour effet de créer déraisonnablement des obstacles à l'accès à ces services de règlement et doivent être équilibrés en considérant que Compensation CDS doit disposer de revenus suffisants en vue de s'acquitter des responsabilités qui lui incombent » et que « les frais, coûts ou dépenses pris en charge par les adhérents à l'égard des services de règlement ne doivent pas tenir compte de coûts ou de dépenses engagés par Compensation CDS dans le cadre d'une activité menée par elle qui ne se rapporte pas aux services de règlement ».

Le Comité retient de la demande que, en cherchant à intégrer verticalement TSX et CDS, Maple espère réaliser des gains de synergie, améliorer la rentabilité générale et obtenir une meilleure valorisation boursière (comme ce fut le cas d'autres bourses intégrées verticalement, dont Deutsche Börse). Alors que le Comité reconnaît que les participants du marché peuvent bénéficier de certains avantages d'une telle intégration verticale (tel qu'indiqué dans la demande), notamment la possibilité de marges croisées entre catégories d'actifs, le Comité croit qu'après l'intégration, Maple sera fortement incitée à extraire des revenus et la valeur des activités de CDS en augmentant les prix pour les utilisateurs, car la proposition de Maple prévoit un fort endettement et le service de la dette qui peut en résulter deviendra une priorité. Les craintes du Comité pour la structure tarifaire future de CDS ne se rapportent pas seulement aux éventuelles augmentations de prix futures mais aussi au sort réservé à la structure des remises actuelles de CDS et à la possibilité que les avantages de l'augmentation

des volumes d'opérations futurs prévus et des gains d'efficacité économique et de synergie futurs ne n'échoient plus aux participants de marché, dont, indirectement, les investisseurs individuels.

Maple a indiqué qu'elle s'engage à ne pas pratiquer une tarification discriminatoire à deux niveaux. Le Comité s'attend à ce que cela signifie que CDS continuerait de n'avoir qu'une seule grille tarifaire pour tous ses participants, mais il s'inquiète de ce que Maple puisse fixer ses tarifs de sorte à avantager les utilisateurs à plus grand volume et aimerait voir une interdiction expresse de toute tarification à deux niveaux dans toute ordonnance de reconnaissance. L'engagement ne répond pas non plus à d'autres aspects du modèle tarifaire de CDS qui ont une incidence sur les participants du marché. Même si CDS choisit de ne pas augmenter les frais de compensation et de règlement à l'avenir, elle pourrait modifier ou éliminer la structure de remises actuelle. Au cours de l'exercice 2010, CDS a reversé environ 14,2 millions \$ à ses participants sous forme de réductions de prix à hauteur de 4,6 millions \$, de ristournes sur les volumes à hauteur de 2,6 millions \$ et de rabais de 7,0 millions \$ en fin d'année¹. Par conséquent, toute réduction des politiques de remises de CDS aurait pour effet d'augmenter le coût des services de compensation et de règlement et pourrait avoir une incidence négative sur l'ensemble des participants du marché et des investisseurs. Entre 2005 et 2011, le volume moyen quotidien des opérations sur actions en bourse traité par CDS a été multiplié par près de 6, mais la diminution des prix des opérations en bourse représente un multiple d'environ 18². À l'avenir, les réductions de coûts associées à des augmentations des volumes futures pourraient ne revenir qu'aux seuls actionnaires de Maple au détriment des autres parties prenantes de CDS, dont, indirectement, les investisseurs. La mise en application de telles politiques ou pratiques aurait, pour l'essentiel, le même effet qu'une tarification discriminatoire à deux niveaux. Par conséquent, l'engagement de Maple de ne pas pratiquer une double tarification ne donne aucune assurance que les coûts des services de compensation et de règlement ne seront pas, dans les faits, discriminatoires envers les actionnaires de CDS non membres du groupe de Maple ou n'ayant pas de lien avec elle.

¹ Rapport annuel de CDS 2010 (pour l'année terminée le 31 octobre 2010).

² CSD Pricing Analysis : une étude comparative de la tarification des services entre divers organismes mondiaux centraux de compensation et de dépôt de valeurs publiée par CDS, le 20 avril 2011.

Maple a laissé entendre que l'inscription des actions à la fois à la cote au Canada et aux États-Unis et la capacité des courtiers de transférer la négociation de ces actions aux États-Unis si le paysage canadien n'était plus concurrentiel est une contrainte qui calmera les appréhensions du secteur. Mais le Comité ne croit pas que cela aurait un effet de discipline efficace pour les frais de compensation et de règlement. Au 31 août 2011, seulement 164 titres d'émetteurs canadiens inscrits à la TSX (sur 2 144 inscriptions totales) et 12 titres d'émetteurs canadiens inscrits à la Bourse de croissance TSX (sur 2 424 au total) étaient également cotés sur un marché américain. De plus, les règles de négociation canadiennes obligent un courtier en valeurs mobilières d'exécuter les opérations au meilleur cours (sans égard aux coûts de compensation et de règlement) si le titre est affiché sur un marché canadien protégé avant d'exécuter sur un marché étranger et il y a des coûts de change et d'autres coûts de transaction associés à la négociation sur un marché étranger.

Le Comité est d'avis qu'un modèle « à but lucratif » sans restriction ne servirait pas les intérêts des marchés des capitaux canadiens étant donné la position monopolistique qu'aura CDS au Canada pour les services de compensation et de règlement. En général, le Comité croit que CDS a bien servi les marchés des capitaux canadiens et que la préservation des forces du modèle de « recouvrement des coûts » actuel de CDS serait la meilleure approche. Une étude récente commandée par CDS révèle que sa tarification en matière de compensation et de règlement était classée au deuxième rang mondial pour sa compétitivité (derrière celle de The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) aux États-Unis qui fonctionne également sur la base du « recouvrement des coûts »)³. En ce qui concerne la compensation et le règlement des actions (marchés boursiers), CDS facture 0,024 \$ US par opération (avant ristourne), comparativement à 0,01 \$ US pour DTCC et à 0,78 \$ US pour les dépositaires de valeurs centraux européens.⁴

Bien que Maple ait indiqué que « le processus de Compensation CDS en vue de la fixation des frais pour les services de règlement doit être équitable, convenable et transparent », le Comité ne croit pas que la proposition de Maple

³ *Ibid.*

⁴ *Ibid.* Pour les besoins de cette comparaison, les coûts comprennent les deux côtés de la transaction ainsi que les ristournes accordées par l'entité et excluent tous les frais mensuels fixes, les frais de contrepartie centrale et les frais de communications.

offrirait les protections adéquates pour assurer une tarification équitable pour tous les utilisateurs de CDS et recommande que, au cas où le modèle de « recouvrement des coûts » ne serait plus jugé faisable, des restrictions soient mises en place concernant les frais de compensation et de règlement de CDS (c.-à-d., un modèle de services d'utilité publique) et que des protections structurelles soient envisagées, comprenant notamment :

- des frais qui doivent être établis d'une manière qui limite le rendement du capital ou être basés sur DTCC ou des normes de référence mondiales en matière de frais pour ce genre de services (p. ex., classés dans le quartile supérieur de la compétitivité par les prix);
- le conseil de CDS et tout comité de ce conseil ayant pour mandat d'examiner les tarifs devrait comprendre des représentants du secteur (comme il est expliqué plus haut dans notre réponse);
- l'exigence que CDS publie son modèle de frais proposés et toutes les modifications qui s'y rapportent pour consultation du public;
- l'établissement d'un organisme indépendant, semblable aux organismes de surveillance qui existent actuellement dans d'autres secteurs réglementés, ayant pour mandat d'examiner et d'approuver les frais demandés par CDS aux utilisateurs.

L'acquisition de CDS par Maple et l'intégration planifiée subséquente de CDS avec CDCC entraîneront le regroupement de tous les services de compensation et de règlement au Canada. Cela diffère du paysage canadien des plateformes de négociation parallèle où l'acquisition proposée par Maple d'Alpha laisserait une certaine concurrence viable. En outre, pour les autres plateformes de négociation parallèle, les barrières à l'entrée sont comparativement relativement basses, mais on ne peut pas en dire autant des services de compensation et de règlement. Par conséquent, le Comité croit que cet environnement non concurrentiel pourrait continuer indéfiniment puisqu'on peut douter que de nouveaux concurrents puissent facilement s'implanter de manière viable sur le marché canadien. Pour veiller à ce que le cadre général qui en résulte ne limite pas même la moindre possibilité de concurrence, certaines mesures devraient être envisagées, notamment la garantie de pouvoir déterminer où les opérations doivent être dirigées pour les services de compensation et de règlement pour les



parties à une opération (plutôt que la plateforme de négociation) et l'interdiction de toutes restrictions pour les parties d'accéder aux services de compensation et aux services de règlement de prestataires différents.

Nous vous remercions de nous donner la possibilité de livrer nos commentaires concernant le projet d'acquisition de CDS par Maple et son incidence possible sur les marchés des capitaux canadiens. Nous demeurons à votre disposition pour vous communiquer toute information complémentaire.

Veillez agréer, Maître, nos salutations distinguées.

Au nom du Comité

MEMBRES DU COMITÉ

Nom et fonction	Société
Brian Parker Président et chef de la direction	Acumen Capital Finance Associé Limitée
Sheila Murray Vice-présidente directrice, avocate générale et secrétaire	Gestion de Capital Assante Ltée
Mario Frankovich Président et chef de la direction	Burgeonvest Bick Securities Limited
Peter Virvilis VPD, Trésorerie et Opérations	Corporation Canaccord Genuity
John Hanrahan Président et chef de la direction	Citadel Securities Inc.
Jeffrey Kennedy Chef des finances	Valeurs mobilières Cormark inc.
Gary Reamey Directeur général, Canada	Edward Jones
Todd Monaghan Président	Maxfin Capitaux Global Inc.
Nicholas Thadaney Chef de la direction	ITG Canada Corp.
Mark Redcliffe Président et chef de la direction	Jordan Capital Markets Inc.
Yves Ruest Chef des finances	Valeurs mobilières Banque Laurentienne Inc.
Geoff Whitlam Président	Corporation Mackie Recherche Capital
Georges Paulez Directeur général et chef de la direction	Mirabaud Canada inc.
John Palumbo Chef de la direction	Octagon Capital Corporation
John Skain Président et chef de la direction	Services financiers Penson Canada inc.
Christopher Potter Président et chef de la direction	Peters & Co. Limited
Jean-Paul Bachellerie Président et chef de l'exploitation	PI Financial Corp.
Paul Allison Président du Conseil et chef de la direction	Raymond James Ltée