



Mémoire

Consultation publique

Demande liée à l'acquisition projetée par corporation d'acquisition groupe *Maple* de Groupe TMX inc. et aux acquisitions projetées subséquentes d'*Alpha Trading Systems Limited Partnership*, d'*Alpha Trading Systems inc.* et de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée

Version finale

Le 26 novembre 2011

Présentation du MÉDAC

Le MÉDAC est un organisme à but non lucratif, unique en son genre, voué à l'éducation financière et à la promotion de la bonne gouvernance et des droits et intérêts des petits investisseurs. Ses principaux moyens d'intervention sont les suivants :

- la préparation et la défense de propositions lors des assemblées des actionnaires afin de s'assurer que les mécanismes de saine gouvernance soient en place pour promouvoir la rectitude corporative;
- la formation de ses membres en concevant des cours visant à leur permettre de s'initier aux rouages des marchés financiers tout en les renseignant sur les stratégies de protection et de défense de leurs droits;
- le dépôt de mémoires auprès des gouvernements et des autorités réglementaires afin de les saisir des préoccupations de ses membres et de formuler des recommandations;
- la publication de brochures, dépliants, bulletins et autres documents;
- un service d'alerte et d'information de ses membres et du grand public pour les orienter et favoriser en eux des réflexes à la fois de solidarité et de prévention.

Les membres du conseil d'administration du MÉDAC sont, M. Yves Michaud, fondateur; M. Fernand Daoust, vice-président (président par intérim); Me Caroline Amireault, secrétaire; M. Clément de Laat, trésorier; Mme Andrée Corriveau, administratrice; M. Jacques Parizeau, administrateur; M. Réjean Ross, administrateur et M. Daniel Thouin, administrateur.

Le regroupement des bourses canadiennes est un dossier qui a déjà fait l'objet de recherche et de réflexion au sein du Mouvement, ce dernier ayant participé en 2008 à la consultation de l'AMF sur la fusion des bourses de Montréal et de Toronto. Sa prise de position était alors la suivante :

« Soulignant qu'une bourse n'est pas une entreprise comme une autre, le Mouvement estime qu'une telle institution ne peut se vendre en ayant comme seuls critères d'évaluation la performance et le rendement à court terme pour ses actionnaires. Il faut dépasser les paradigmes financiers d'usage et penser au meilleur intérêt du public, à sa protection et au rôle que joue une telle institution dans la société. Une place financière de premier plan n'est pas seulement un centre de pouvoir et de contrôle, elle est aussi créatrice de richesse et d'emplois à valeur ajoutée. »

Pour le MÉDAC, « cette transaction projetée appauvrit le Québec. Quoiqu'on dise et quoiqu'on fasse, quelque assurance que l'on puisse donner, l'ancienne métropole du Canada ne sera plus qu'un joueur d'importance mineure dans le monde des transactions financières. Nous en sommes donc réduits à limiter les dégâts ».

Animé par cette volonté de promouvoir le développement de l'expertise québécoise et de laisser aux générations futures les outils nécessaires pour favoriser la croissance des petites et moyennes entreprises qui font la force de son économie, le Mouvement a analysé le projet d'acquisition projetée par le Groupe *Maple* inc. et tient à faire part de

ses observations sur les plans suivants : restrictions de la propriété, gouvernance, concurrence, présence au Québec afin d'assurer aux investisseurs et aux entreprises québécoises un service efficient de transactions mobilières tout en encourageant le développement continu de talents québécois en finances.

Nos observations et recommandations

Le MÉDAC accueille favorablement ce projet d'acquisition. Toutefois, après lecture du document de consultation et du projet d'entente, nous sommes préoccupés par des éléments que nous souhaitons soulever :

Restrictions à la propriété des actions

Selon la demande présentée, l'AMF pourra intervenir dans l'éventualité où un actionnaire puisse exercer un contrôle significatif sur le Groupe TMX ou la Bourse. Toutefois, comme mentionné dans le document de consultation, « *Maple inc.* ne propose pas d'engagement de restrictions à la propriété d'actions similaire à celles de TMX pour la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) et la Caisse canadienne de dépôts de valeurs et les Services de dépôt et de compensation canadiens (CDS) alors qu'un changement de propriété de ces entités pourrait avoir des conséquences similaires à ceux liés à un changement de propriété des actions de *Maple*, de Groupe TMX ou de la Bourse. En outre, si *Maple* procédait à l'acquisition d'*Alpha* aucun engagement relatif au changement de propriété éventuel subséquent d'*Alpha* n'est proposé ».

Dans le document de consultation, il est en outre écrit : « Compte tenu des risques qui sont associés aux activités de compensation, de règlements de dépôt de valeurs, il est justifié de questionner les restrictions relatives à la propriété des actions des entités réalisation ces activités... À cet égard, il importe de noter que dans le cadre de la révision de l'ensemble de la réglementation du secteur financier américain, une attention particulière a été portée aux activités de compensation et de règlement de produits dérivés hors-cote. La *US Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) et la *US Securities and Exchange Commission* (SEC) ont publié le 18 octobre 2010 et le 26 octobre 2010, respectivement, des projets de règlement concernant la propriété des chambres de compensation de produits dérivés hors-cote. Les projets de règlement suggèrent deux options. La première imposerait une limite applicable à chaque membre de la chambre de compensation et une limite de propriété collective pour l'ensemble de l'industrie. La deuxième imposerait une limite de 5 % sur le nombre d'actions avec droits de vote qu'une entité énumérée pourrait détenir et exercer, mais ne prévoir pas de plafond collectif ».

Recommandations

Étant donné le rôle fondamental joué par la CDCC et la CDS, nous croyons que *Maple* doit amender sa proposition afin d'y inclure des limites de propriété pour ces entités qui soient au moins égales à celles appliquées à *Maple*.

En outre, des restrictions similaires devraient être prévues dans l'éventualité où *Maple* procédait à l'acquisition d'*Alpha*.

Cette section, consacrée aux restrictions à la propriété d'actions, soulève une autre problématique qui nous préoccupe soit que la demande de *Maple* ne prévoit aucune clause en vertu de laquelle *Maple* « s'engagerait à ne pas compléter ou autoriser une transaction qui ferait en sorte qu'une personne ou une société ou qu'un groupe de personnes ou de sociétés, agissant conjointement ou de concert, devienne propriétaire ou exerce une emprise sur plus de 10 % de toute catégorie ou série d'actions avec droit de vote de Groupe TMX, de la CDCC, de la CDS et de toute autre entité du groupe *Maple* réalisant de activités de négociation, de compensation, de règlement ou de référentiel central de données de produits dérivés et produits connexes ou encore des activités des activités de compensation, de règlement ou de dépôt de valeurs mobilières ».

Recommandation

Étant donné que des transactions éventuelles entre *Maple* et des tierces parties pourraient entraîner des changements de contrôle du Groupe TMX, de la CDCC et de la CDS et que l'absence d'un tel engagement pourrait présenter des risques, nous recommandons que les restrictions concernant le changement de la propriété de la Bourse soient étendues au Groupe TMX, à la CDCC, à la CDS ainsi qu'à toute autre entité du groupe *Maple* réalisant des activités de négociation, de compensation, de règlement ou de référentiel central de données de produits dérivés et produits connexes ou encore des activités de compensation, de règlement ou de dépôt de valeurs mobilières.

Gouvernance

Plusieurs questions sont soulevées à ce chapitre par le régulateur et nous y répondrons dans une optique d'une gouvernance saine et efficiente et d'assurer au sein du conseil et de ses comités la représentation québécoise nécessaire afin de transmettre les préoccupations et besoins des sociétés et investisseurs québécois.

Recommandations

- présence d'au moins un résident du Québec au sein de chaque comité du conseil d'administration de *Maple*;
- 40 % des administrateurs devraient être résidents du Québec étant donné que les conseils d'administration sont miroirs pour les autres entités et que des activités névralgiques du Groupe se trouvent à Montréal ou création d'un conseil d'administration distinct pour la Bourse de Montréal ou établissement d'un comité permanent du conseil d'administration de *Maple* dont le mandat serait concentré sur les marchés dérivés et les produits connexes;
- représentation minimale d'administrateurs résidents du Québec sur le conseil de la CDS;
- revoir la définition d'administrateurs indépendants notamment en ce qui a trait aux investisseurs fondateurs de *Maple* et des représentants des émetteurs inscrits à la cote d'une bourse du groupe *Maple* ce pour assurer une gestion efficace et cohérente des risques de conflits d'intérêts;

- s'engager à atteindre la parité de représentation des genres sur une période de cinq ans. Notons que, pour le moment, le conseil et la direction initiale ne sont composés que d'une seule femme;
- s'engager à publier la matrice de compétences des administrateurs annuellement dans la circulaire de la direction;
- s'engager à adopter dès le départ le vote consultatif sur la rémunération des hauts dirigeants.

À cet égard, la consultation de la circulaire des administrateurs amendée du 8 novembre dernier soulève des inquiétudes profondes quant à la politique de rémunération du nouvel organisme. En effet, il y est mentionné à la page 37 que les contrats d'emploi de trois des hauts dirigeants de TMX ont été modifiés dans l'hypothèse de l'acceptation de l'offre de *Maple*. Pour les trois principaux dirigeants de TMX, la compensation aux fins d'emploi hâtives est estimée à 3,7 millions. Quant à la possibilité de rachat prématuré des options d'achat d'actions de TMX consenti à ses dirigeants au cours des dernières années, ce rachat est estimé à 3 millions pour le PDG et à 1,7 million pour M. Platznik. Nous considérons de telles rémunérations indues et nous rend craintifs pour l'avenir.

Nous nous interrogeons de plus sur la structure du comité des ressources humaines qui sera composé d'au moins 4 administrateurs, tous non membres de la direction et qui sera créé en deux étapes selon les besoins. Comme le comité d'audit et de finances ainsi que le comité de gouvernance, nous formulons la recommandation que les administrateurs siégeant à ce comité soient indépendants.

Concurrence

Notre mandat étant la défense des droits des petits actionnaires, nous nous interrogeons sur le regroupement des marchés actuellement affiliés au Groupe TMX et d'*Alpha* au sein de *Maple*. Quels seront les effets d'un tel monopole pour les petits investisseurs et comment *Maple* s'assurera-t-il que ceux-ci puissent bénéficier de la meilleure exécution? Le petit investisseur mériterait d'être rassuré à ce chapitre.

Présence à Montréal et produits dérivés

Comme mentionné dans l'Avis de consultation, *Maple* ne propose pas d'engagement spécifique qui concrétise l'intention de faire de Montréal le centre d'excellence en dérivés et le pôle d'attraction des activités relatives aux produits dérivés et produits connexes ».

Étant donné cette absence d'engagement et malgré la promesse de *Maple* d'établir, dans la métropole, le siège social, le bureau de direction et le lieu de travail du président – directeur général de la Bourse de Montréal, nous craignons que cette dernière ne devienne un siège social de façade en l'absence d'engagements clairs qui confirmeraient le partage des compétences convenu en 1999.

En outre, dans l'Avis de consultation, vous vous interrogez quant à l'avenir de la Corporation canadienne de compensation des produits dérivés (CDCC), filiale de la Bourse de Montréal, lorsque celle-ci tombera dans le giron de *Maple*. Vous soulignez à

cet égard que *Maple* ne prend « aucun engagement spécifique à l'égard de la localisation à Montréal des activités relatives aux opérations de compensation et de règlement ».

Étant donné le rôle accru que cette chambre de compensation est appelée à connaître, nous partageons votre préoccupation d'autant plus que les pays de G20 ont décidé en 2009 de renforcer le système financier en canalisant la compensation de produits dérivés normalisés vers un système de compensation de contrepartie centrale. Ainsi, la chambre montréalaise CDCC pourrait être appelée à jouer un plus grand rôle.

Par ailleurs, *Maple* entend acquérir CDS, la grande chambre de compensation des actions canadiennes, pour déployer sa stratégie d'intégration verticale. Cependant, le consortium n'a pas indiqué si elle intégrera CDS et CDCC. Si tel était le cas, CDS étant une organisation plus imposante, les activités de Montréal pourraient très bien graviter vers Toronto. Il faut absolument éviter pareille perte.

Enfin, nous portons à votre attention la note 4 de l'Annexe 1 de l'Avis où *Maple* écrit qu'il « ne propose pas que la NGX, *Shorcan Brokers Limited* (SBL) et *Shorcan Energy Brokers inc.* (SEB) », ce qui devrait faire l'objet d'une consolidation avec la Bourse de Montréal.

Bref, les engagements du Groupe *Maple* en regard de ce secteur devraient être à la hauteur de ceux proposés par le Groupe TMX et le *London Stock Exchange Group PLC* soit d'affirmer son intention de faire de Montréal le centre d'excellence en dérivés et le pôle d'attraction des activités relatives aux produits dérivés et produits connexes du groupe, incluant les titres à revenu fixe et les produits dérivés hors-cote. Des engagements spécifiques devraient de plus être pris à l'égard des opérations de compensation et de règlement de dérivés pour que celles-ci s'effectuent et se développent à Montréal.

Recommandation

Cet engagement doit être pris et illustré par des actions concrètes : maintien de la CDCC et de la *Boston Options Exchange* (BOX) sous le giron unique de la Bourse de Montréal inc. et consolidation au sein de la Bourse de Montréal Inc. de tous les produits dérivés et connexes du Groupe TMX ou d'un membre de son groupe incluant NGX, *Shorcan Brokers Limited* (SBL), *Shorcan Energy Brokers inc.* (SEB) ainsi que la compensation et le règlement de ceux-ci, faisant ainsi de la Bourse de Montréal, l'unité d'exploitation véritablement exclusive responsable des opérations, de la compensation et du règlement de l'ensemble des produits dérivés cotés en bourse et produits connexes.

Bénéfices pour le petit investisseur et la PME

Nous ajouterons une observation : quels sont les bénéfices qu'un petit investisseur tirera d'une telle opération : des transactions à meilleur coût, des investissements accrus de la part de *Maple* dans leur éducation financière? Nous rappelons à cet égard les conclusions de notre mémoire du 28 février 2008 où nous avons formulé la recommandation que les

synergies produites par la fusion qui étaient estimées à l'époque à 25 millions \$ notamment pour 2009 fassent l'objet d'une rétrocession aux investisseurs. Il serait ici intéressant de savoir si de telles économies ont été réalisées et leurs utilisations? Il serait également intéressant que l'AMF obtienne de l'information sur les importantes synergies envisagées par *Maple* et comment le consortium entend en faire bénéficier l'investisseur?

Recommandation

Nous recommandons que *Maple* dépose annuellement auprès de l'AMF un rapport de reddition de compte traitant notamment de ses engagements et des actions entreprises pour faire de Montréal le centre d'excellence et le pôle d'attraction en produits dérivés : nouveaux produits, évolution du nombre d'employés à Montréal, investissement dans l'éducation financière et la relève, activités de la CDCC, développement de l'infrastructure technologique, etc. Ce rapport devrait également porter sur les synergies de coûts et leurs utilisations.

Conclusion

Une place financière forte qui perd le contrôle de sa ou de ses bourses s'affaiblit et peut même disparaître. C'est pour conserver ce contrôle par des institutions d'ici que nous appuyons ce projet tout en soulevant des inquiétudes et formulant des recommandations que nous vous invitons à retenir dans votre Avis final.