

Ian C.W. Russell FCSI
président et chef de la direction

Le 11 novembre 2011

British Columbia Securities Commission
701, rue Georgia Ouest
C. P. 10142, Pacific Centre
Vancouver (C.-B.) V7Y 1L2

Alberta Securities Commission
250, 5^e Rue S.-O.
Bureau 600
Calgary (Alb.) T2P 0R4

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
Bureau 1903
Toronto (Ont.) M5H 3S8

Autorité des marchés financiers
800, square Victoria
22^e étage
Montréal (Qc) H4Z 1G3

Objet : Commentaires sur le projet d'acquisition du Groupe TMX, d'Alpha et de la CDS par Maple Group Acquisition Corporation

Madame, Monsieur,

L'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM) est heureuse de commenter le projet d'acquisition (projet d'acquisition) par Maple Group Acquisition Corporation (Maple) : du Groupe TMX inc. (Groupe TMX); d'Alpha Trading Systems Limited Partnership et de la Bourse Alpha (collectivement, Alpha); de la Caisse canadienne de dépôts de valeurs limitée et des Services de dépôt et de compensation CDS inc. (collectivement, CDS). Le projet d'acquisition constitue un regroupement important de propriété dans les domaines de la négociation, de la compensation, du dépôt et du règlement sur les marchés des capitaux au Canada. Il modifiera la structure des activités de compensation au Canada en ce qui concerne le regroupement de la compensation et du règlement des espèces et des produits dérivés, et il transformera un système de compensation et règlement basé sur le recouvrement des coûts à un système basé sur la rentabilité.

En plus d'être compétitifs, les marchés des capitaux du Canada ont toujours fonctionné efficacement avant la récente crise financière et les deux tentatives récentes indépendantes pour acquérir des systèmes de négociation et de compensation – l'offre d'achat du Groupe TMX par la Bourse de Londres et l'offre d'achat du Groupe TMX, d'Alpha et de la CDS par Maple. Des normes élevées de professionnalisme, des marchés

Ian C.W. Russell FCSI
président et chef de la direction

des capitaux encadrés par un système de négociation et un système de compensation structurés de façon efficace et une solide réglementation ont contribué à la mise en place de marchés liquides pour les investisseurs et de marchés qui fonctionnent bien pour les nouvelles émissions des petites et grandes entreprises.

Conditions actuelles

Les 180 sociétés membres de l'ACCVM constituent le secteur des valeurs mobilières au Canada. Elles jouent un rôle crucial dans les marchés des capitaux au Canada en effectuant des opérations à titre de contrepartiste et de mandataire pour le compte de clients de détail et de clients institutionnels en matière de titres d'emprunt, d'actions et de produits dérivés. Ces sociétés de courtage sont directement responsables de l'augmentation du capital de leurs portefeuilles, car elles organisent les émissions de titres d'emprunt et d'actions à la bourse et sur les marchés privés et elles placent ces valeurs mobilières sur les marchés canadiens et étrangers.

Pour l'année 2010, les valeurs mobilières négociées sur les marchés des titres d'emprunt et les marchés des actions ont totalisé respectivement 8,3 T\$ et 2,1 T\$, ce qui correspond à un volume d'échange quotidien de 33 G\$ et 8 G\$ respectivement. Les activités de négociation sur les marchés des titres d'emprunt et les marchés des actions au Canada ont doublé au cours des huit dernières années.

La Bourse de Toronto (TSX) représente 60 % des activités de négociation en matière d'actions de sociétés inscrites sur le TSX (2 144 inscriptions) et les quatre systèmes de négociation parallèle (SNP) représentent le reste des activités de négociation. La Bourse de croissance TSX (TSX-V) représente presque 100 % de toutes les activités de négociation des sociétés inscrites sur le TSX-V (2 424 inscriptions). Une exécution efficace, transparente et économique des titres négociés sur les deux marchés primaires d'actions, le TSX et le TSX-V, est essentielle pour que les marchés secondaires soient compétitifs et liquides et garantir un financement efficace des petites et grandes entreprises au Canada.

La compensation et le règlement des espèces, titres d'emprunt et actions sont réalisés par le système de règlement et de dépôt de la CDS. Le volume des opérations compensées par la CDS a augmenté de 7 fois depuis 2005, alors qu'en moyenne 1,5 million de titres changent de mains quotidiennement. La CDS est une entreprise offrant des services de compensation, règlement et dépôt des espèces et valeurs mobilières, qui appartient aux sociétés de courtage en valeurs mobilières participantes et dont les tarifs des services de compensation et de règlement sont établis sur la base du recouvrement des coûts. Une

Ian C.W. Russell FCSI
président et chef de la direction

récente étude commandée par la CDS a conclu que sa grille tarifaire est au deuxième rang dans le monde (après celle de la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) aux États-Unis). La grille tarifaire de la DTCC est établie sur la base du recouvrement des coûts.

La CDS est assujettie à la surveillance de la Banque du Canada et des commissions des valeurs mobilières provinciales, et elle est reconnue comme une institution systémique importante par la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* du Canada. La CDS est devenue une organisation très disciplinée dont les systèmes de compensation et de règlement des titres d'emprunt et des actions fonctionnent bien en plus d'être efficaces et sécuritaires. Thomas Murray, une agence de notation reconnue spécialisée dans l'établissement de la solvabilité et la solidité de l'infrastructure des marchés des capitaux, incluant les dépositaires, a attribué la cote de solvabilité AA à la CDS, ce qui est la meilleure cote que peut obtenir un système de compensation et de dépôt dans le monde.

Projet de transaction

Maple a annoncé qu'elle acquerra 100 % des actions en circulation du Groupe TMX pour faire du Groupe TMX une filiale en propriété exclusive de Maple. Après l'acquisition du Groupe TMX, Maple acquerra Alpha dont elle intégrera l'exploitation avec celle de la Bourse de Toronto. La dernière étape consistera en l'acquisition de la CDS par Maple. Une fois ces opérations complétées, Maple intégrera le système de compensation et de règlement de la CDS dans celui de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC), qui est déjà une filiale du Groupe TMX.

Ces nombreuses opérations commerciales mèneront à l'intégration complète des systèmes de négociation, compensation et règlement au sein de Maple. Un tel regroupement des systèmes de négociation et de compensation aura des impacts sur l'efficacité, les coûts et la compétitivité des marchés secondaires de négociation au Canada.

Négociation des actions

Maple exécutera les ordres de ce qu'on estime être 80 % de tous les ordres sur des actions inscrites en bourse. Le conseil d'administration de Maple établira les mécanismes de tarification et les prix d'exécution des ordres sur les divers SNP et bourses, de même que la transparence de l'information sur les prix. Pour garantir des prix équitables, Maple a proposé une seule grille tarifaire d'exécution des ordres, en soulignant que la présence des bourses NYSE et NASDAQ garantit que les frais d'exécution des ordres sur des titres intercotés seront compétitifs. Une seule grille tarifaire permet à des titres qui ne sont pas

Ian C.W. Russell FCSI
président et chef de la direction

intercotés de profiter de cette stratégie de tarification concurrentielle. De plus, l'arrivée d'un autre SNP sur le marché canadien ou l'augmentation de la part du marché des trois autres SNP (Chi-X, Pure et Omega) exerceront une certaine pression pour garder compétitifs les frais d'exécution des ordres et assurer aux participants au marché l'accès aux marchés.

La transparence du mécanisme d'établissement des prix, la présence d'une seule grille tarifaire et la concurrence vigoureuse des SNP contribueront grandement à ce que la grille des frais d'exécution des ordres établie par le Groupe TMX soit juste et raisonnable. Maple devrait aussi prendre des mesures pour que les membres indépendants de son conseil d'administration participent aux décisions sur les frais d'exécution et fournir aux participants au marché toute l'information relative à l'établissement des frais d'exécution des ordres.

Compensation et règlement

La plupart des titres d'emprunt canadiens et des actions inscrites sur une bourse canadienne sont compensés et réglés par la CDS. Les coûts d'infrastructure élevés et les exigences réglementaires sévères font en sorte qu'il serait difficile de mettre en place un autre système de dépôt et compensation qui puisse faire ses frais. Deuxièmement, les organismes de compensation à l'étranger ne sont pas une option valable. La contrepartie américaine de la CDS, la DTCC, compense seulement 164 titres canadiens intercotés sur une bourse canadienne et une bourse américaine (alors qu'il y a 4 500 titres inscrits sur les bourses TSX et TSX-V). La plupart des sociétés canadiennes inscrites, particulièrement les petites entreprises, qui souhaiteraient faire affaire avec des organismes de compensation étrangers ne satisfont pas aux exigences des bourses américaines majeures.

Le manque de solution de rechange au système de compensation qui aurait garanti des prix compétitifs et des prix relativement bas pour compenser les espèces fait en sorte qu'il est indispensable que Maple mette en place des mécanismes de gouvernance appropriés pour que la grille tarifaire des services de compensation soit équitable et raisonnable et que toute l'information relative à l'établissement de la grille tarifaire des services de compensation soit disponible.

Actuellement, les montants facturés par la CDS pour ses services de compensation et règlement sont basés sur le recouvrement des coûts qui sont déduits à partir d'une estimation du volume des compensations et des frais d'exploitation. Généralement, ces montants sont plus élevés que les coûts réels, car le volume des compensations est plus important que prévu et les frais d'exploitation sont surestimés. La portion des frais fixes

Ian C.W. Russell FCSI
président et chef de la direction

des services de compensation est élevée. C'est pourquoi à mesure que le volume augmente, les frais d'exploitation unitaires diminuent. Les sociétés de courtage obtiennent un remboursement qui tient compte des : sommes qu'elles ont versées en trop en vertu du modèle de recouvrement des coûts; baisses de prix; ristournes; rabais; et nouveaux services. L'an passé, des sommes perçues en trop de 14 M\$ ont été remboursées aux participants.

Maple a déclaré que les montants facturés pour les services de compensation seront comparés aux montants réclamés par d'autres organismes de compensation. Cependant, à cause des tarifs relativement bas du modèle utilisé actuellement par la CDS qui repose sur le recouvrement des coûts, des diverses structures d'exploitation des organismes de compensation à l'étranger et de la diminution des frais d'exploitation unitaires avec l'augmentation du nombre de services, il incombe à Maple de fournir toute l'information relative au mécanisme d'établissement de la grille tarifaire pour démontrer aux participants au marché que la grille tarifaire est équitable et raisonnable. Si le cadre d'évaluation comparative proposé est appliqué, l'écart entre les bas prix des services de compensation de la CDS et les prix élevés de plusieurs organismes de compensation étrangers pourrait justifier une importante augmentation des prix. De plus, il est équitable de prévoir une grille tarifaire des services de compensation *décroissante* en fonction de l'augmentation du volume des compensations et de la synergie quant aux coûts.

Par ailleurs, les membres indépendants du conseil d'administration de la CDS et de celui de la CDCC, de concert avec les comités consultatifs des intervenants des marchés (CCIM), devraient participer aux décisions ayant trait à la grille tarifaire des services de compensation. Enfin, Maple devrait fournir une explication détaillée de tout changement au modèle de gestion des risques du système de compensation, particulièrement si les changements proposés peuvent compromettre l'accès au système de compensation des participants au marché.

Maple a déclaré que l'intégration des systèmes de compensation et règlement ayant trait aux espèces et produits dérivés, de la CDS et la CDCC, serait très avantageuse pour les participants au marché. Pour évaluer correctement le bien-fondé de l'acquisition, on devrait déduire les avantages résultant : des « marges croisées » entre les titres à cause de la compensation des opérations dans le même système de compensation; et des synergies quant aux coûts réalisées à cause de l'intégration des organismes de compensation. L'intégration des systèmes de compensation ayant trait aux espèces et produits dérivés sera un processus long et compliqué, dont les avantages potentiels pourraient apparaître longtemps après la date d'acquisition de la CDS, à cause de la technologie sophistiquée nécessaire aux activités de compensation et règlement et des différents modèles de gestion des risques utilisés par les deux organismes de compensation.

Ian C.W. Russell FCSI
président et chef de la direction

Données de marché

L'intégration du système de négociation avec le système de compensation donnera beaucoup de pouvoir et de contrôle à Maple sur la vente et la distribution des données ayant trait au marché des actions. Il est indispensable pour les courtiers d'obtenir rapidement le cours de toutes les actions pour se conformer à leurs obligations réglementaires sur le meilleur cours et mettre au point des stratégies de portefeuille. À cause des exigences réglementaires qui obligent les courtiers inscrits à acheter les données de tous les marchés, mais ne prévoient pas de plafond aux prix des données de marché fixés par les SNP, les marchés canadiens laissent une marge de manœuvre aux plateformes de négociation qui leur permet d'exiger des prix excessifs pour les données de marché.

Une étude commandée par l'ACCVM en juin 2011 a évalué la compétitivité des tarifs au Canada par rapport à ceux d'autres marchés importants et elle a conclu que les plateformes de négociation canadiennes facturent des tarifs excessifs pour les données de marché. Par exemple, au cours des trois dernières années, les tarifs des données de marché ont doublé pour les participants au marché, alors que les SNP ont augmenté les tarifs de leurs données de marché et que les bourses TSX et TSX-V ont maintenu relativement constants leurs tarifs même si leurs parts du marché avaient baissé de 40 %.

Maple devrait fournir toute l'information ayant trait à la méthode utilisée pour établir les tarifs des données de marché. De plus, le conseil d'administration de Maple devrait inclure des administrateurs indépendants et consulter les CCIM avant de prendre des décisions en matière de fixation des tarifs des données de marché.

Veillez agréer mes salutations distinguées.

