



Institut sur la gouvernance  
d'organisations privées et publiques

**Première réflexion dans le cadre de la consultation publique  
lancée par l'Autorité des marchés financiers du Québec relative à  
la transaction annoncée par la Corporation d'acquisition du  
Groupe Maple du Groupe TMX et de différentes entreprises  
reliées.**

**Document préliminaire présenté à  
l'Autorité des marchés financiers du Québec**

par

**Yvan Allaire, Ph.D., MSRC  
Président exécutif du conseil**

**Michel Nadeau, MBA  
Directeur général**

**7 novembre 2011**

## **Plan de la présentation**

<b>1.- Le contexte de la transaction</b>	<b>p. 3</b>
<b>2.- Rappel de la transaction : Bourse de Montréal Inc. et Groupe TSX Inc.</b>	<b>p. 6</b>
<b>3.- Recommandations partielles de l'IGOPP</b>	<b>p. 9</b>
<b>4. Conclusion</b>	<b>p. 13</b>

## **Présentation**

## 1.- Contexte de la transaction

**Pour comprendre le contexte de la transaction d'offre d'acquisition du Groupe TMX par des investisseurs regroupés dans la société Maple du Groupe Maple, il importe de se rappeler la transaction réalisée il y a quatre ans.**

Le 10 décembre 2007, la direction des compagnies, Bourse de Montréal Inc. (« Bourse de Montréal ») et Groupe TSX Inc. (« Groupe TSX ») ont annoncé qu'elles avaient convenu de regrouper leurs entreprises pour créer le Groupe TMX (« Groupe TMX »). Sur le plan technique, l'opération était une fusion de la Bourse de Montréal avec les différentes entités du Groupe TSX.

Selon le scénario prévu, les actionnaires de la Bourse de Montréal ont reçu 0,5 action ordinaire de Groupe TSX et une somme en espèces de 13.95 \$. Après la « fusion », les actionnaires actuels du Groupe TSX détiennent plus de 80% des actions de la nouvelle compagnie, Groupe TMX.

Cette entente est l'aboutissement d'un long processus de regroupement amorcé par la direction de Groupe TSX. Rappelons qu'en 1999, les bourses canadiennes de Montréal, Toronto et Vancouver signaient une entente afin de restructurer les marchés boursiers canadiens et d'en faire des places boursières spécialisées.

A la condition de fermer son parquet pour les transactions sur titres d'entreprises, la Bourse de Montréal devenait la seule bourse canadienne d'instruments dérivés financiers standardisés. Le Groupe TSX devenait l'unique bourse canadienne pour les transactions sur les titres de sociétés à grande capitalisation. Les villes de Vancouver et Calgary allaient devenir le centre des transactions pour les titres de faible capitalisation. En 2004, Toronto a fait l'acquisition de la société gérant les parquets de Vancouver et Calgary. Par suite de cette restructuration, la Bourse de Montréal est devenue l'unique propriétaire de la CDCC, l'entreprise responsable pour la compensation et le règlement des options et produits dérivés.

L'entente de 1999 stipulait que la Bourse de Montréal et le Groupe TSX ne se feraient pas concurrence dans leur marché respectif pendant une période de 10 ans.

En 2000, la Bourse de Montréal se démutualise –elle était alors la propriété des courtiers détenteurs des sièges- pour devenir une entreprise à but lucratif dont les titres sont cotés à Toronto depuis le 7 mars 2007 sous le symbole « MXX ».

Dès 2006, trois ans avant la fin de l’entente, le président du Groupe TSX manifeste l’intérêt de son groupe pour l’acquisition de la Bourse de Montréal Inc. Groupe TSX deviendrait alors l’entreprise contrôlant tous les volets des bourses de valeurs mobilières au Canada.<sup>1</sup>

Pour bien montrer son intention d’être présent dans le marché des dérivés dès la fin de la période prévue de non-concurrence, Toronto fit l’acquisition en 2004 de NGX, une bourse de produits dérivés établie à Calgary et spécialisée dans les contrats d’achat et de vente de gaz naturel et d’électricité. NGX a rapporté des revenus de transactions de 26 millions \$ en 2007.

Les dirigeants du Groupe TSX indiquèrent qu’en cas de refus de la bourse de Montréal, ils avaient l’intention de démarrer une bourse de produits dérivés dès 2009. TSX se conformerait à la lettre de l’entente de 2009 mais il n’était plus question de respecter l’exclusivité de chacune des places financières comme le voulait l’esprit de l’accord de 1999.

À l’automne 2006, des discussions en vue d’une participation au-delà de 10% de TSX dans la Bourse de Montréal n’aboutissent pas. Ces discussions reprennent toutefois le 14 mai 2007, mais achoppent encore une fois à l’été 2007.

Le 14 août 2007, le Groupe TSX annonçait un partenariat en vue de lancer une bourse de produits dérivés (CEDEX) avec International Securities Exchange (ISE) Holding. Une somme de 26 millions \$ était prévue pour développer une plate-forme qui viendrait concurrencer les systèmes informatiques de Montréal. (La plateforme informatique de négociation développée par Montréal, SOLA, est une des plus performantes de l’industrie.)

Le 15 août 2007, le Groupe TSX annonçait une entente avec Standard and Poor’s lui donnant les droits exclusifs, à compter de mars 2009, sur tous les produits dérivés reliés aux indices

---

<sup>1</sup> Winnipeg possède une toute petite bourse spécialisée dans les produits agricoles, laquelle a été vendue récemment.

boursiers (S&P-TSX). En 2006, ces produits dérivés ont représenté quelque 8% du volume d'affaires de la Bourse de Montréal.

Prenant acte de ces développements et présumant qu'une offre d'achat non sollicitée provenant du Groupe TSX était imminente, la direction de Bourse de Montréal commença à évaluer différents scénarios de fusion ou d'acquisition. Le conseil d'administration de Bourse de Montréal sonde d'éventuels partenaires américains dont la société NYMEX qui avait pris une participation de 10,1% au capital de la Bourse de Montréal quelques mois auparavant.

Trois groupes américains (identifiés « A », »B » et « C ») manifestent un certain intérêt. Les groupes dits « A » et « B » ont, semble-t-il, déposé des offres équivalentes à 37\$ par action mais « *les engagements en matière de maintien des activités [à Montréal] paraissent beaucoup moins intéressants que la proposition de novembre* », indique le circulaire de sollicitation (p. 19)

Le 29 novembre, le Groupe TSX et la Bourse de Montréal émettent un communiqué confirmant la reprise des négociations. Le 9 décembre 2007, les conseils d'administration des deux organismes annoncent qu'une entente de principe a été conclue.

Selon la direction des deux entreprises concernées, cette entente comporte plusieurs avantages :

- Offre de produits élargie par la nouvelle entité
- Taille accrue et solidité financière
- Sources de produits d'exploitation plus diversifiée
- Participation continue au potentiel de croissance future de TMX
- Réalisation de synergies de coûts annuels de 25 millions \$
- Liquidité accrue des actions dans la nouvelle entreprise TMX
- Contrepartie équitable du point de vue financier

L'entente reçoit l'appui de 99,6% des votes exprimés lors de l'assemblée spéciale des actionnaires tenue le 13 février 2007. Les actionnaires de la Bourse de Montréal recevront ainsi 428,2 millions \$ et 15,346,000 actions du Groupe TSX représentant environ 20% des titres avec droit de vote du Groupe TMX, la nouvelle entité créée par cette fusion.

## **2.- Engagements pris par les deux partenaires**

La circulaire de sollicitation du 10 janvier 2008 renferme les engagements pris par les deux partenaires envers le maintien à Montréal des activités de produits dérivés. On trouve aux pages 1-2, 22, 25, 33, 37, 38, 57 et 58 les grandes lignes de l'entente contenue dans la convention de regroupement. Nous reproduisons ici les extraits les plus pertinents touchant cette question.

Aux pages 37 et 38, le texte affirme ce qui suit :

### **« Engagement relatif au maintien des activités et autres engagements du Groupe TSX**

*La convention de regroupement prévoit également que pour assurer la permanence de l'expertise en matière d'instruments dérivés de la Bourse et des emplois à valeur ajoutée connexes dans les secteurs des instruments dérivés et de la technologie de l'information à Montréal, la décision de reconnaissance d'Amalco [la filiale Amalco est le véhicule utilisé pour l'échange des titres des actionnaires de la Bourse de Montréal] doit stipuler ce qui suit :*

- 1. le siège social et les bureaux de direction d'Amalco et de la CDCC demeureront à Montréal;*
- 2. le plus haut dirigeant d'Amalco et celui de la CDCC résideront et travailleront à Montréal; et*
- 3. Amalco conservera la dénomination sociale « Bourse de Montréal Inc. / Montréal Exchange Inc. ».*

*De plus, le Groupe TSX s'est engagé à remettre en faveur de l'AMF un engagement écrit à l'appui de la décision de reconnaissance d'Amalco. Les dispositions de l'engagement proposé du Groupe TSX figurent sous la rubrique intitulée « La Bourse et le Groupe TSX après la fusion — Gouvernance et maintien des activités ».*

**Aux pages 57 et 58, on trouve les affirmations suivantes :**

### **« Gouvernance et maintien des activités**

*Aux termes de la convention de regroupement, le Groupe TSX a convenu de prendre un engagement écrit envers l'AMF à l'appui de la décision de reconnaissance d'Amalco contenant les dispositions suivantes concernant la gouvernance du Groupe TSX :*

- 1. Le Groupe TSX doit mettre en candidature chaque année, sans limite de temps, en vue de leur élection au conseil d'administration du Groupe TSX, à chaque assemblée annuelle du Groupe TSX tenue après la date de prise d'effet, un nombre*

*d'administrateurs résidents du Québec qui représentent 25 % du nombre total d'administrateurs mis en candidature en vue de leur élection durant l'année en cause, à condition que tout candidat de la Bourse et autre candidat soit réputé résident du Québec pour les besoins de cet engagement, peu importe leur lieu de résidence;*

*2. Le Groupe TSX doit veiller à ce que les cinq candidats de la Bourse soient mis en candidature en vue de leur élection au conseil d'administration du Groupe TSX à chacune des trois premières assemblées annuelles du Groupe TSX convoquées après la date de prise d'effet; toutefois, si l'un des candidats de la Bourse démissionnait de son poste, était inéligible ou était par ailleurs incapable d'exercer ses fonctions d'administrateur du Groupe TSX, les autres candidats désignés par la Bourse auront le droit de désigner le nombre requis de candidats de remplacement (les « autres candidats ») en vue de leur élection. Le Groupe TSX ne sera tenu de mettre en candidature en vue de leur élection au conseil d'administration du Groupe TSX que les autres candidats qui sont aptes et éligibles à siéger comme administrateurs du Groupe TSX conformément aux exigences applicables aux administrateurs du Groupe TSX;*

*3. Le Groupe TSX doit veiller à ce qu'au moins un candidat de la Bourse ou un autre candidat siège à chaque comité du conseil d'administration du Groupe TSX pendant une période de trois ans suivant la date de prise d'effet. Pour l'application de l'engagement précité, un candidat désigné par la Bourse ou un autre candidat est éligible au conseil d'administration du Groupe TSX s'il : (i) est indépendant par rapport au Groupe TSX et à ses filiales et n'a aucun lien avec eux (sauf M. Luc Bertrand); (ii) n'a aucun conflit d'intérêts avec le Groupe TSX ou ses filiales; (iii) est résident du Canada et (iv) respecte toutes les exigences des lois applicables, y compris aux termes de l'ordonnance de reconnaissance du Groupe TSX.*

*En outre, l'engagement écrit du Groupe TSX envers l'AMF à l'appui de la décision de reconnaissance d'Amalco contiendra les dispositions suivantes relatives à la poursuite des activités d'Amalco :*

*1. Le Groupe TSX n'entreprendra rien qui ferait que la Bourse cesse d'être la bourse nationale canadienne de négociation de tous les instruments dérivés et produits connexes, y compris d'être l'unique plateforme de négociation du commerce d'échange de droits d'émission de carbone et d'autres droits d'émission au Canada, sans avoir obtenu l'autorisation préalable de l'AMF et s'être conformé aux termes et conditions que l'AMF peut établir dans l'intérêt public en rapport avec tout changement aux opérations de la Bourse;*

*2. Le Groupe TSX fera en sorte que les activités existantes liées à la négociation d'instruments dérivés et aux produits connexes de la Bourse continuent à être exercées à Montréal;*

*3. Le Groupe TSX reconnaît qu'aucune personne ou société et aucun groupe de personnes ou de sociétés, agissant conjointement ou de concert, ne doit être propriétaire véritable ni avoir le contrôle de plus de 10 % de toute catégorie ou série d'actions à droit de vote du Groupe TSX sans l'approbation préalable de l'AMF;*

*4. Le Groupe TSX devra informer l'AMF immédiatement par écrit s'il a connaissance qu'une personne ou société ou un groupe de personnes ou de sociétés, agissant conjointement ou de concert, devient propriétaire véritable ou a le contrôle de plus de 10*

*%de toute catégorie ou série d'actions à droit de vote du Groupe TSX et devra prendre les mesures nécessaires pour y remédier immédiatement, conformément à l'annexe B des statuts du Groupe TSX;*

*5. Le Groupe TSX ne réalisera ni n'autorisera aucune transaction en conséquence de laquelle une personne ou une société, ou un groupe de personnes ou de sociétés, agissant conjointement ou de concert, seraient propriétaires véritables ou auraient le contrôle de plus de 10 pour cent de toute catégorie ou série d'actions à droit de vote d'Amalco, sans avoir obtenu l'autorisation préalable de l'AMF.*

*6. Le Groupe TSX convient que la CVMQ doit informer sans délai et par écrit l'AMF si elle a connaissance du changement imminent du contrôle du Groupe TSX ou de l'intention du Groupe TSX de cesser ses activités ou de se départir de la totalité ou de la quasi-totalité de ses actifs. »*

Ces deux extraits reprennent avec un plus de détails les engagements que l'on trouve dans la circulaire du 10 janvier 2008 de même que les communiqués de presse émis par Bourse de Montréal le 14 janvier 2008 et le 1<sup>er</sup> février 2008.

Ces engagements visent à assurer le maintien ~~et la croissance~~ des activités de produits dérivés à Montréal.

Lors de consultation publique tenues les 26 et 27 mars 2008, l'Autorité des marchés financiers a examiné la demande de Bourse de Montréal en tenant compte des six principes directeurs suivants :

**1.- S'assurer que la Bourse répond à toutes les exigences lui permettant d'exercer pleinement son rôle d'organisme d'auto réglementation et de bourse de produits dérivés.**

**2.- Assurer la pérennité de la Bourse en tant que groupe spécialisé dans la gestion des marchés de produits dérivés y compris les activités de réglementation et de surveillance des transactions de produits dérivés et des produits connexes**

**3.- Assurer que la Bourse aura à sa disposition les ressources financières et humaines nécessaires afin de poursuivre sa croissance, son développement et le rayonnement du groupe dans le segment des marchés de produits dérivés à l'échelle nord-américaine et internationale**

**4.- Favoriser le bon fonctionnement et l'expansion du marché des produits dérivés au Québec.**

**5.- Assurer la protection des investisseurs**

**6.- Préserver la capacité de l'Autorité d'exercer de façon efficiente et véritable ses compétences réglementaires.**

*(extrait du communiqué de presse de l'AMF du 1<sup>er</sup> février 2008)*



**Aujourd'hui, en 2011, ces engagements satisfont-ils pleinement aux principes directeurs formulés par l'Autorité des marchés financiers ?**

**Quels autres engagements ou quelles précisions supplémentaires devraient être exigés comme condition préalable à l'autorisation de cette transaction impliquant Maple ?**

**Ce sont les 46 questions que l'AMF pose dans son document accompagnant la consultation publique.**

### **3. Recommandations préliminaires de l'IGOPP**

Les recommandations de l'Institut cherchent à concilier les droits au libre commerce des entreprises privées avec les devoirs qui découlent du statut particulier d'une bourse de valeurs mobilières. En effet, même si entreprise privée cotée elle-même en bourse, une bourse joue également un rôle de régulateur des marchés financiers et, à ce titre, fait partie des mécanismes de réglementation des marchés boursiers. C'est ce statut qui amène les gouvernements et leurs agences à scruter les opérations des bourses et à intervenir lors de fusions et d'acquisitions de celles-ci.

À cet égard, la transaction (ou « combinaison ») entre la Bourse de New York et Euronext (une entreprise opérant des bourses dans plusieurs pays européens) est instructive. La Bourse de New York dût prendre des engagements spécifiques et fort contraignants. Par exemple, toute nomination au conseil d'administration *ainsi qu'au comité de gestion* de NYSE Euronext doit être soumise préalablement à un comité des présidents des agences de réglementation, lequel doit émettre un jugement à l'effet qu'il ne s'objecte pas à cette nomination.

Nos propositions sont également inspirées par les engagements déjà annoncés par le Groupe TSX dans la circulaire du 10 décembre 2007 ainsi que par les six principes directeurs formulés par l'Autorité des marchés financiers dans le communiqué de presse du 1<sup>er</sup> février 2008. L'Institut sur la gouvernance des organisations privées et publiques (IGOPP) formule donc les recommandations suivantes aux parties intéressées dans le regroupement annoncé de Bourse de Montréal Inc. et Groupe TSX Inc.

La convention de fusion, les règlements généraux de la future entreprise «Amalco» ou Bourse de Montréal Inc. filiale de Groupe TMX et le texte des engagements envers

l'Autorité des marchés financiers du Québec devraient contenir les éléments des propositions suivantes :

**1.- Groupe Maple et Groupe TMX devraient s'engager à maintenir une entité distincte regroupant toutes les activités touchant les produits dérivés à Montréal.** La création de cette filiale – identifiée sous le nom d'Amalco dans la circulaire de 2008 - de groupe TMX devait permettre de mieux définir le périmètre des produits dérivés, de mesurer l'évolution et la performance de cette filiale ; celle-ci pourrait également s'avérer utile advenant une vente partielle ou totale des opérations de Groupe TMX. L'entente du 10 décembre 2007 prévoyait un conseil d'Amalco composé d'au moins quatre membres.

Il était prévu qu'Amalco conserverait la dénomination sociale «Bourse de Montréal Inc. / Montréal Exchange Inc.» (Circulaire p. 37) Le siège social et les bureaux de tous les membres de la direction d'Amalco devaient être situés à Montréal.

### **Comment ces conditions ont-elles été respectées depuis 2008 ?**

Tenant compte des principes directeurs formulés par l'AMF qui veut s'assurer de :

«...la pérennité de la Bourse en tant que groupe spécialisé dans la gestion des marchés de produits dérivés y compris les activités de réglementation et de surveillance des transactions de produits dérivés et des produits connexes

«... que la Bourse aura à sa disposition les ressources financières et humaines nécessaires afin de poursuivre sa croissance, son développement et le rayonnement du groupe dans le segment des marchés de produits dérivés à l'échelle nord-américaine et internationale

«... du bon fonctionnement et l'expansion du marché des produits dérivés au Québec.»<sup>2</sup>

**2.- L'AMF devra continuer de recevoir un rapport annuel d'activités de la filiale des produits dérivés de Groupe TMX préparé à son intention.** Ce rapport devrait faire état

- a) de l'évolution des nouveaux produits dérivés mis en marché au Canada
- b) de la progression des transactions sur les produits dérivés
- c) des initiatives de la filiale pour favoriser l'éducation et l'information des investisseurs potentiels dans ces produits
- d) des activités de compensation

---

<sup>2</sup> *Communiqué de presse du 1er février 2008*

- e) des activités d'autoréglementation
- f) des opérations de développement des technologies de l'information et de la commercialisation de ces technologies
- g) du suivi des activités des filiales NGX Inc., BOX Inc. et les initiatives futures
- h) de l'évolution des ressources humaines en activité dans les différentes opérations de produits dérivés à Montréal et dans les autres villes canadiennes s'il y a lieu

**Dans sa forme actuelle en 2011, ce rapport permet-il de s'assurer de la pérennité des activités de produits dérivés à Montréal et de s'assurer que la filiale de produits dérivés dispose des ressources humaines et financières afin de poursuivre sa croissance, son développement et son rayonnement international.**

**3.-** L'AMF devrait s'assurer que le texte de la nouvelle entente avec le Groupe Maple stipule clairement que **toutes les activités, initiatives et développements futurs au Canada ou ailleurs en matière de produits dérivés seront sous la responsabilité de la Bourse de Montréal et seront dirigés de Montréal.** Groupe TSX devra confier à sa filiale de produits dérivés « Bourse de Montréal » toutes les activités touchant le traitement de l'information et la technologie reliée aux produits dérivés.

**4.- Toutes les activités et les bureaux de la direction de la Chambre de compensation des produits dérivés (CDCC) seront maintenus à Montréal.**

**5.-** Il importe de revoir le respect de l'engagement d'une représentation de résidents du Québec au conseil de TMX. L'engagement, dans sa forme actuelle, prête à confusion et ne laisse aucune marge d'influence à l'AMF. Cet engagement devrait prendre l'une ou l'autre des formes suivantes :

- Les Groupes Maple et TMX) soumettent à l'AMF les noms de personnes qui satisfont aux critères de résidence au Québec et de connaissances appropriées des marchés de produits dérivés. L'AMF donne son approbation, ou non, aux candidats proposés. Il est possible cependant qu'une telle clause fasse assumer à l'AMF des responsabilités juridiques qu'elle ne souhaite pas assumer ;
- Ainsi que proposé par la Caisse de dépôt et placement du Québec en 2008, le groupe Maple devrait adopter un profil de compétences et d'expérience pour les membres de son conseil, lequel profil reflète l'engagement que le conseil comporte 25% de

résidents du Québec compétents en matière de produits dérivés. Ce profil, dans sa partie pertinente à l'engagement, devrait être approuvé par l'AMF. Tout changement apporté au profil pertinent serait soumis à l'approbation de l'AMF;

- Comme cela fut obtenu par les commissions des valeurs mobilières européennes lors de la fusion entre NYSE et Euronext, **l'AMF devrait demander le droit préalable de s'objecter (ou non) aux candidats et candidates au conseil proposés par Maple et TMX en respect de ses engagements.** L'Institut appuie fortement cette façon de donner une certaine force à un engagement qui, autrement, pourrait sembler *pro-forma* ;

**6.- Advenant que la direction de Groupe Maple-TMX amorce des négociations en vue de la vente de la totalité de l'entreprise, de sa filiale des produits dérivés «Bourse de Montréal Inc.») ou de sa division des actions et obligations, la transaction sera assujettie à l'approbation de l'AMF.** La direction de Groupe TMX devra exiger du nouvel acquéreur potentiel un engagement écrit et formel de respecter toutes les clauses de l'entente (dans sa forme finale) conclue pour la fusion des deux bourses canadiennes.

## Conclusion

En juin 2011, les actionnaires de Groupe TMX ont eu raison de rejeter la proposition d'acquisition déposée par le London Stock Exchange. Le projet de Maple offre de meilleures garanties que TMX se retrouvera parmi les **bourses conquérantes** plutôt que conquises dans la consolidation des marchés financiers. Fort de l'appui de la très grande majorité des intervenants financiers majeurs au Canada, la société Maple-TMX propose un modèle d'affaires plus intéressant pour les intérêts des épargnants et des investisseurs canadiens.

Mais cette opération doit maintenir et consolider la présence des produits financiers à Montréal de même que celles des activités de compensation et de règlement (CDS).

Lors des audiences prévues pour les 25 et 26 novembre 2011, l'IGOPP fera connaître d'autres éléments touchant les 46 questions de l'AMF pour obtenir de meilleures garanties que cette opération financière apporte des bénéfices durables au publics québécois et canadiens de même qu'aux institutions actionnaires impliquées.

7 novembre 2011