



Canadian Foundation *for*  
Advancement *of* Investor Rights  
Fondation canadienne *pour* l'avancement  
*des* droits *des* investisseurs

Le 9 mars 2011

## REMARQUES AU COMITÉ SPÉCIAL DE L'ASSEMBLÉE LÉGISLATIVE DE L'ONTARIO

### TRANSACTION PROPOSÉE ENTRE LE GROUPE TMX ET LE LONDON STOCK EXCHANGE GROUP

#### **Ermanno Pascutto, directeur général**

Monsieur le président, membres du Comité, nous vous sommes reconnaissants de nous donner la possibilité de présenter notre point de vue aujourd'hui.

#### **1. FAIR Canada**

La Fondation pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR Canada) est un organisme sans but lucratif national indépendant. La Fondation a pour mission de donner une voix nationale aux investisseurs en matière de réglementation des valeurs mobilières et d'être un catalyseur pour l'amélioration des droits des actionnaires et des investisseurs individuels canadiens. Notre site Web [www.faircanada.ca](http://www.faircanada.ca) contient plus d'informations.

### COMMENTAIRES GÉNÉRAUX SUR LA TRANSACTION PROPOSÉE

- 2. Fusion ou acquisition ?** – Sur papier, la transaction proposée est une fusion entre égaux. Dans la réalité, cependant, il s'agit d'une prise de contrôle par le London Stock Exchange Group (LSE Group). Avec le temps, le contrôle étranger sur les actifs du Groupe TMX se renforcera, surtout après que toutes les garanties auront expiré, dans quatre ans, sur des questions telles que le nombre d'administrateurs canadiens siégeant au conseil de la société de portefeuille.

À notre avis, le Comité devrait approcher la transaction comme une acquisition de la Bourse de Toronto et du Groupe TMX par LSE Group.

- 3. Avantages pour le Canada** – FAIR Canada ne voit aucun avantage clair qu'aurait la fusion pour les marchés financiers canadiens ou pour Toronto, comme centre financier.
- En fait, la plupart des administrateurs et des dirigeants du nouveau groupe boursier seraient même moins bien informés et plus éloignés des

besoins des investisseurs canadiens et de ceux des émetteurs et des courtiers en valeurs mobilières canadiens.

- Nous voyons des avantages pour les actionnaires du Groupe TMX, mais pas d'avantages réels pour les émetteurs inscrits ni les investisseurs.

#### 4. Accès aux capitaux pour les sociétés inscrites

- TMX et LSE Group ont indiqué que la fusion améliorera l'accès à une inscription à l'étranger et à des capitaux étrangers pour les émetteurs canadiens, en raison du statut international du LSE comme « destination d'inscription ».
- Nous ne voyons pas en quoi ce serait le cas. Les sociétés canadiennes qui souhaiteraient s'inscrire à la cote du LSE seraient quand même tenues de se conformer aux exigences législatives britanniques (dont les exigences d'inscription de la Financial Services Authority) et aux exigences du LSE et de payer les divers coûts et frais liés à une inscription. C'est ce qui est exigé actuellement, et la fusion ne le changera pas.
- Peu de sociétés canadiennes ont cherché à être cotées à une bourse d'outre-mer, n'y voyant pas apparemment des avantages plus grands que les coûts. Les petits émetteurs canadiens, en particulier, seraient les moins susceptibles de profiter d'une cotation à une bourse étrangère étant donné que les petites sociétés, surtout les sociétés de capital-risque comme celles inscrites à la Bourse de croissance TSX, tendent à avoir une base d'investisseurs locale.

#### Accès aux marchés des capitaux américains

- Les sociétés canadiennes qui souhaitent élargir leur base d'investisseurs grâce à une cotation à une bourse étrangère choisissent dans une proportion écrasante les marchés américains, et plus précisément le NYSE et le NASDAQ. La transaction proposée avec LSE Group a très peu de chances de changer cette situation et elle n'aidera pas les sociétés canadiennes à se prévaloir du potentiel des marchés américains.
- **L'accès aux marchés financiers américains a été facilité par un régime d'information multinational (le MJDS ou *Multijurisdictional Disclosure System*) que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et les autres organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens ont négocié avec la Securities and Exchange Commission des États-Unis.**

- Le MJDS autorise les émetteurs admissibles au Canada à offrir des titres aux États-Unis sur la base de documents d'information préparés conformément aux exigences canadiennes, et vice versa. Il autorise en outre les émetteurs à utiliser les documents d'information continue canadiens et à déposer des déclarations d'initiés canadiennes pour satisfaire les exigences américaines, et inversement autorise les émetteurs américains à présenter leurs documents d'information continue et leurs déclarations d'initiés sous une forme répondant aux exigences équivalentes canadiennes.
- **Si l'objectif est de favoriser l'inscription des émetteurs canadiens à la cote du LSE ou d'une autre bourse étrangère, cela pourrait être fait :**
  - **en établissant avec le LSE une alliance ou un arrangement quelconque pour promouvoir l'inscription à sa cote;**
  - **en demandant aux organismes de réglementation canadiens et britanniques de mettre sur pied l'équivalent du système MJDS qui a été négocié avec les États-Unis.**
- L'objectif d'améliorer l'accès aux capitaux pour les émetteurs canadiens ne nécessite pas la fusion des deux groupes boursiers.
- En résumé, FAIR Canada ne croit pas que la fusion permettra à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX de mieux servir les émetteurs ou les investisseurs canadiens.

## 5. Avantages pour les actionnaires du Groupe TMX

- FAIR Canada reconnaît que la fusion proposée pourrait renforcer la position financière et concurrentielle du Groupe TMX et du nouveau groupe boursier dans son ensemble.
- La fusion pourrait donc être dans l'intérêt des actionnaires du Groupe TMX. Ces avantages pourraient être suffisants pour justifier la fusion – ce n'est pas à nous d'en juger. Mais si la transaction n'a d'avantages réels que pour les actionnaires des deux groupes boursiers, le Groupe TMX et le LSE Group devraient simplement y renoncer.

## 6. Le Bourse de Toronto est-elle un actif stratégique ?

- La question de savoir si la Bourse de Toronto constitue un actif stratégique pour le Canada ou pour Toronto a été posée dans les médias et ailleurs.

- Il peut être utile de comparer le rôle de la Bourse de Toronto avec le rôle et le traitement de bourses que certains États utilisent stratégiquement pour développer leurs marchés financiers.
- **Hong Kong et Singapour** – Certains États ont positionné leurs bourses comme des actifs stratégiques essentiels au développement des marchés financiers locaux – Hong Kong et Singapour en sont des exemples. Dans le cadre d'initiatives stratégiques publiques, les marchés de Hong Kong et de Singapour ont été réorganisés de manière à regrouper des bourses de valeurs et de produits dérivés locaux, en plus d'organismes de compensation et de règlement connexes, lorsqu'ils se sont démutualisés il y a une dizaine d'années.
- **Rôle stratégique et monopole** – La Bourse de Hong Kong (HKEx) et celle de Singapour (SGX) ont été spécialement positionnées pour promouvoir et développer les marchés financiers locaux et améliorer la compétitivité de leur ville régionalement et mondialement.
- Les Bourses de Hong Kong et de Singapour ont obtenu le monopole, à toutes fins pratiques, de leur marché intérieur. Ce monopole, en plus du statut de centre financier international qu'a le HKEx en Chine, explique pourquoi cette bourse est de loin celle qui a la plus grande valeur dans le monde, même si elle est de taille comparable au Groupe TMX (capitalisation boursière de 23 milliards \$ pour le HKEx contre 3 milliards \$ pour le Groupe TMX). Cela explique aussi en grande partie pourquoi la capitalisation boursière de la Bourse de Singapour dépasse celle de la Bourse d'Australie (ASX).
- Les pouvoirs publics de Hong Kong et de Singapour ayant fait de leurs bourses des rouages cruciaux de leurs stratégies de centres financiers, il est hautement improbable qu'ils laisseraient une bourse étrangère en prendre le contrôle.
- **Les organismes de réglementation canadiens favorisent la concurrence** – Au Canada, la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX n'ont pas été positionnées de cette façon, au contraire. Les autorités de réglementation ont plutôt fait des efforts pour favoriser la concurrence avec la Bourse de Toronto en matière de services de négociation et assurer que l'environnement réglementaire accommode les nouveaux acteurs. Un certain nombre de nouveaux marchés de valeurs ont vu le jour ces dernières années; ils ont depuis ravi une part importante du marché de la négociation à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX et forcé une réduction radicale des droits de négociation.
- La même approche de promotion de la concurrence a été adoptée aux États-Unis et au Royaume-Uni.

- **Alpha** – Alpha constitue une menace particulière pour la Bourse de Toronto. Dix-huit mois après son lancement, elle s’est accaparé entre 20 % et 25 % du volume des titres inscrits à cette bourse. Alpha est la propriété des six grandes banques canadiennes, du Régime de pensions du Canada et de quelques autres institutions financières. Elle exploite la position dominante de ses actionnaires pour favoriser sa croissance.
- **Alpha, une menace pour les revenus d’inscription** – Alpha ATS a présenté une demande à la CVMO pour obtenir le statut de bourse, ce qui lui permettrait de concurrencer la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX pour l’inscription des émetteurs. À notre avis, l’obtention par Alpha du statut de bourse menacerait l’activité d’inscription de la Bourse de Toronto, d’autant plus que les actionnaires d’Alpha dominent l’activité des nouvelles introductions en Bourse au Canada. Les frais liés aux nouvelles inscriptions et les droits annuels que paient les sociétés inscrites sont des sources de revenus majeures pour la Bourse de Toronto.
- **Conclusion** : La Bourse de Toronto joue encore un rôle central dans le financement des sociétés inscrites et la négociation, mais ce rôle a diminué ces dernières années et il risque de continuer à s’amenuiser.

## 7. Conflit d’intérêts de la Bourse de Toronto dans la réglementation des inscriptions

- **Protection des investisseurs et efficacité de la réglementation** – Ce qui importe avant tout à FAIR Canada est de savoir si la Bourse de Toronto remplit correctement ses responsabilités de réglementation de sociétés inscrites et de protection des intérêts des investisseurs, et de savoir quelle incidence aura une fusion sur ce rôle de réglementation. En résumé, nous pensons que la Bourse de Toronto ne s’acquitte pas correctement de ses responsabilités de réglementation et qu’une fusion avec LSE Group ne fera qu’exacerber cette situation.
- **Rôle de réglementation** – Le Bourse de Toronto joue un rôle important dans la réglementation de sociétés inscrites et la protection des investisseurs, et elle devrait remplir ce rôle dans l’intérêt public. Depuis que le Groupe TMX s’est démutualisé et est devenu une société par actions, il y a une dizaine d’années, sa motivation première est de maximiser la valeur pour ses actionnaires, et non l’intérêt public ou les intérêts des marchés financiers canadiens.
- Depuis sa création en 2008, FAIR Canada exprime ses préoccupations au sujet du conflit inhérent à la Bourse de Toronto entre les activités d’inscription à la cote d’une part et les fonctions de réglementation des inscriptions à la Bourse de Toronto d’autre part, et elle plaide pour que

les autorités de réglementation s'attaquent à ce conflit d'intérêts d'une manière conforme aux normes internationales.

- **Rapport d'expert** – FAIR Canada a publié l'an dernier un [rapport d'expert](#) intitulé *Managing Conflicts Of Interest in the TSX's Listed Companies Regulation* (La gestion des conflits d'intérêts dans la réglementation des sociétés inscrites à la Bourse de Toronto). Ce rapport explique comment ce genre de conflits a été traité sur plusieurs marchés, dont ceux des États-Unis (NYSE et NASDAQ), du Royaume-Uni, de la Scandinavie, de l'Australie, du Japon et de Hong Kong. Comme la Bourse de Toronto, ces bourses sont toutes des entreprises commerciales auto-inscrites, avec de solides activités d'inscription à la cote.
- Le rapport constate que les sept grandes bourses examinées ont répondu aux conflits d'intérêts entre leurs activités d'inscription et leurs responsabilités de réglementation en mettant en place trois mécanismes de gestion des conflits spécifiques et solides.
- **La Bourse de Toronto fait bande à part – La Bourse de Toronto est la seule de ce groupe à n'avoir pas instauré de mesures spécifiques pour gérer ses conflits d'intérêts dans la réglementation des sociétés inscrites.** La Bourse de Toronto remplit ses fonctions de réglementation dans le cadre d'un Service des inscriptions unifié chargé à la fois de la réglementation et de l'activité d'inscription, ce qui comprend le marketing des activités d'inscription de la Bourse de Toronto.
- **Pas de registres des activités liées à la conformité** – En vertu de son ordonnance de reconnaissance de la CVMO, la Bourse de Toronto est tenue de sanctionner les personnes qui enfreignent ses règles d'inscription et de déclarer à la CVMO les infractions aux lois sur les valeurs mobilières. La Bourse de Toronto a toutefois été incapable de fournir quelque donnée que ce soit sur son application de sanctions pour violation de ses règles ou sur des infractions aux lois qu'elle aurait déclarées à la CVMO. Le fait qu'un organisme de réglementation ne possède aucun registre d'activités concernant la conformité est hautement inhabituel.
- **Options pour répondre aux conflits** – Sur la base des mécanismes qu'emploient d'autres marchés pour gérer les conflits d'intérêts, le rapport soumet à la Bourse de Toronto trois approches possibles :
  - 1) transférer les fonctions de réglementation des inscriptions à une autre autorité de réglementation, comme l'OCRCVM ou les commissions des valeurs mobilières;
  - 2) créer une filiale de réglementation indépendante dotée d'un conseil

d'administration indépendant; ou

- 3) créer un service de réglementation des inscriptions séparé, avec une direction et une gouvernance indépendants.

- **Rapport de l'Assemblée législative de l'Ontario** – En mars 2010, le **Comité permanent des organismes gouvernementaux de l'Assemblée législative de l'Ontario** a publié un [rapport](#) unanime sur son examen de la CVMO. Entre autres choses, ce rapport évoquait les fonctions de réglementation des inscriptions de la Bourse de Toronto, en partie sur la base de présentations faites par FAIR Canada au début de 2009. On peut notamment lire ceci dans le rapport du Comité :

***« Ce qui nous préoccupe, c'est la perception que la Bourse de Toronto ne respecte pas les normes internationales en ce qui concerne la séparation de ses activités commerciales et de réglementation ».***

- Le rapport conclut comme suit :

***« Le Comité recommande que la Commission [des valeurs mobilières de l'Ontario] examine le potentiel de conflit d'intérêts entre les fonctions commerciales et de réglementation de la Bourse de Toronto et prenne les mesures nécessaires pour régler les problèmes cernés. »***

- Malgré les recommandations de ces deux rapports, ni le Groupe TMX/la Bourse de Toronto ni la CVMO n'ont pris de mesures relativement à la manière dont la Bourse de Toronto gère ses conflits d'intérêts.
- **Condition d'approbation** – Si la fusion proposée se réalise, FAIR Canada pense qu'il faudra obliger la Bourse de Toronto à régler ces questions. Cela devrait être une condition posée par les autorités pour approuver la fusion.

## 8. La fusion et Alpha accentuent les préoccupations relatives aux conflits

- **Concurrence d'Alpha dans l'inscription** – La demande qu'a présentée Alpha pour obtenir le statut de bourse et concurrencer la Bourse de Toronto pour l'inscription créera aussi des conflits d'intérêts et exacerbe le problème existant de conflits à la Bourse de Toronto. Les normes d'inscription d'Alpha seront-elles moins exigeantes que celles de la Bourse de Toronto ? Si oui, cela entraînera-t-il un nivellement vers le bas et une diminution de la protection des investisseurs ?
- **Le LSE n'a plus de rôle de réglementation** – Au Royaume-Uni, les exigences relatives à l'inscription sont fixées et administrées par un

service de la Financial Services Authority, l'organisme responsable de l'inscription dans le pays – et non le LSE. Par conséquent, le LSE a très peu de conflits d'intérêts dans l'exercice de ses activités – s'il en a. Si un nouveau groupe boursier était créé dans le cadre d'une fusion, il est hautement improbable qu'il créerait de nouvelles structures organisationnelles, au sein de sa fonction d'inscription, pour améliorer la gestion des conflits d'intérêts.

- **Condition d'approbation** – FAIR Canada pense donc qu'une réponse aux conflits d'intérêts inhérents à la manière dont la Bourse de Toronto gère ses responsabilités de réglementation des sociétés inscrites à sa cote devrait être une condition de l'approbation de la fusion proposée, si elle devait se réaliser.
- Il est impératif que toute structure adoptée par la Bourse de Toronto pour gérer les conflits d'intérêts soit indépendante des activités commerciales d'inscription à la cote du nouveau groupe et qu'elle soit assujettie à la surveillance et à la supervision des autorités de réglementation canadiennes – principalement la CVMO.
- Compte tenu de l'arrivée d'Alpha comme concurrente de la Bourse de Toronto pour l'inscription et de la fusion proposée, nous sommes d'avis que la meilleure voie à suivre pourrait être de transférer les fonctions de réglementation de la Bourse de Toronto à un autre organisme de réglementation (comme l'OCRCVM) et d'établir un ensemble uniforme de normes d'inscription, de sorte que la concurrence dans ce domaine ne repose pas sur une moins grande protection des épargnants.

Nous vous sommes reconnaissants de nous avoir donné la possibilité de présenter le point de vue de FAIR Canada aujourd'hui.