

Le 11 novembre, 2011

Me Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22e étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Sujet- demande (la Demande) de Corporation d'acquisition Groupe Maple (Maple)

### **Introduction**

Maple a déposé une Demande pour l'approbation par l'AMF de l'acquisition du Groupe TMX Inc. et de sa filiale TSX Inc., les systèmes de négociation de titres Alpha Trading Systems Limited Partnership and Alpha Trading Systems Inc. (ensemble, Alpha), et de la Caisse Canadienne de dépôt de valeurs CDS limitée et de sa filiale Services de dépôt et de Compensation CDS (ensemble, CDS).

Nous faisons cette soumission pour s'assurer que les intérêts des petits épargnants soient protégés dans la partie de la transaction qui implique le changement de modèle d'affaires (récupération des coûts à avec but lucratif) et d'actionnaires de CDS.

Nous soumettons :

- en réponse à la Question 1 dans le document de consultation, qu'il y a d'autres aspects de la transaction que l'Autorité devrait considérer dans l'intérêt public, notamment comment s'assurer d'un traitement équitable des investisseurs publics (frais de garde, commissions et autres frais), suite aux changements à CDS.
- en réponse à la question 21, qu'il y a des objections à considérer concernant le changement de modèle d'affaires de CDS ; et
- nous répondons *NON* par le fait même à la Question 29.

Nous proposons que les conditions imposées par l'AMF :

- 1) obligent les banques et leurs nouveaux associés d'affaires dans CDS, et leurs filiales (notamment leurs courtiers en valeurs mobilières de plein exercice et en ligne) de traiter équitablement les petits épargnants (commissions, frais de garde ou autres) suite au changement de modèle d'affaires et d'actionnaires de CDS ;
- 2) comportent un droit de regard et d'intervention de l'AMF sur impact du changement de modèle d'affaires et d'actionnaires de CDS sur les produits

indiciels (FNB et FCP) qui sont devenus des placements essentiels pour les petits épargnants.

- 3) permettent de vérifier et de s'assurer que les changements de modèle d'affaires et d'actionnaires de CDS ne puissent pas nuire à l'établissement éventuel au Canada d'un système (comme le US Treasury Direct aux USA) <http://www.treasurydirect.gov/> permettant aux petits épargnants d'acheter directement (sans passer par un courtier) des obligations du gouvernement du Canada.

Nous souhaitons, si les disponibilités le permettent, faire valoir nos observations verbalement lors des audiences publiques portant sur les acquisitions projetées.

### Qui sommes nous ?

La mission de **Cyber InfoInvest enr.** est de promouvoir la création et la diffusion d'informations objectives, indépendantes et désintéressées à l'usage des investisseurs autonomes.

Notre site (en français InvestisseurAutonome.info <http://investisseurautonome.info/> et en anglais IndependentInvestor.info <http://independentinvestor.info/>) (ci après, le Site) a des milliers d'abonnés qui consultent l'information sur notre site et qui reçoivent gratuitement nos infocourriels sur les marchés financiers et le placement, rédigés strictement du point de vue du petit épargnant. Le Site n'accepte aucun financement, annonces publicitaires ou autre aide financière de banques, sociétés d'assurance, courtiers en valeurs mobilières ou conseillers financiers.

On a décrit le Site comme:

- *le site le plus complet des sites québécois francophones pour investisseur autonome* (voir la revue Affaires Plus du 01 05 2008);
- *one of the few educational websites that offer the unbiased, clearly written material that busy investors need* (The Globe & Mail 30 05 2008); et
- *un site dedicated to providing individual investors with independent, objective, free advice and information* (The Gazette, Montreal 31 03 2008).
- Pour d'autres références à notre site dans les médias, voir sur notre site en français Médiathèque <http://investisseurautonome.info/content/blogcategory/52/85/> et en anglais In the media. <http://independentinvestor.info/content/blogcategory/52/85/>

Notre fondateur et éditeur, Marc J. Ryan, <http://www.linkedin.com/in/independentinvestor> a travaillé pendant plusieurs années

pour un organisme de réglementation du marché des valeurs mobilières, puis pendant plus d'un quart de siècle pour deux émetteurs importants de valeurs mobilières

## **Fusion des bourses**

L'acquisition du Groupe TMX Inc. permettra la fusion des bourses TSX et Alpha. Cette fusion suscite surtout des questions en vertu de la législation sur la concurrence. Le Canada a déjà un des systèmes financiers les moins compétitifs au monde; voir sur notre Site *Système financier*. <http://investisseurautonome.info/content/category/5/17/171/> La Demande (p.12) de Maple reconnaît que les transactions envisagées auront comme effet une plus grande concentration encore. Nous partageons la réaction générale de l'auteur du site PrefBlog ( voir <http://www.prefblog.com/?p=15469> et <http://www.prefblog.com/?p=15416>) que *In any other country, of course, a proposal to merge the #1 exchange with the #2 wouldn't even get the time of day at the Competition Bureau*. Ceci dit, le but de notre lettre n'est pas de faire des commentaires du point de vue de cette législation.

De plus, conformément à la *philosophie* <http://investisseurautonome.info/content/view/49/77/> de notre Site, nous ne recommandons pas aux investisseurs autonomes de transiger en options, des produits spéculatifs, à court terme et à commissions élevés. En conséquence nous n'avons pas de commentaires sur la partie de la Demande qui implique la Bourse de Montréal Inc. (Bourse M-X et Corporation canadienne de compensation de produits dérivés ou CDCC).

## **La situation actuelle**

La CDS est la propriété des grandes banques à charte canadiennes, de l'organisme de réglementation des courtiers en valeurs mobilières (OCRCVM) et de TSX Inc. Son siège social est situé à Toronto et elle exploite des bureaux régionaux à Vancouver, Calgary et Montréal ; voir le site de CDS. <http://www.cdsltd-cdsltee.ca/cdsltdhome.nsf/Pages/-FR-Ownershipandgovernance?Open>

Voici comment CDS décrit sa raison d'être actuelle :

Elle a pour premier objectif de contribuer à rendre plus efficace le secteur financier canadien en fournissant des services informatisés de compensation des opérations sur valeurs mobilières et de garde de titres. Rapport Annuel 2010, p. 24

Approximativement 100 organisations (voir la liste ici <http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-FR-ListedesadherentsdelaCDS?Open?Open> ) sont des adhérents à la CDS, celles-ci

répondent aux critères d'admissibilité de l'une des quatre catégories de membre suivantes :

- Institutions financières réglementées
- Institutions étrangères
- Organismes publics
- Banque du Canada. Voir site de CDS  
<http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-FR-Participants?Open>

En plus de son rôle de compensation CDS offre des services de garde de valeurs pour ses clients ou adhérents :

À titre de service de dépôt de valeur nationale du Canada, la CDS gère pour ses adhérents la garde des valeurs canadiennes et internationales admissibles au service de dépôt, sous forme de certificat électronique ou matériel. Les valeurs admissibles à la CDS sont détenues par la CDS ou les agents des transferts et immatriculées au nom du propriétaire pour compte de la CDS (CDS & CO.). Une fois les valeurs électroniques ou matérielles déposées à la CDS, celle-ci les inscrit dans un registre et elles sont négociées électroniquement. Plus de 88 000 titres de participation et d'emprunt sont admissibles au dépôt à la CDS. Voir le site de CDS.

<http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-FR-Servicesdegardedevalues?Open>

En pratique, tout intermédiaire financier au Canada utilise, directement ou indirectement, les services de CDS, notamment les courtiers par l'entremise desquels les investisseurs autonomes transigent. CDS calcule que son prix par opération boursière (il y en avait en moyenne 1.2 millions par jour en 2010) est en diminution constante et en 2010 était d'environ 2 cents avant escompte ; voir Rapport Annuel de CDS, p. 16.

Les frais de CDS sont initialement assumés par les adhérents, et en dernier ressort par les investisseurs ultimes.

CDS a été reconnu par l'AMF comme chambre de compensation, et dispensé de l'obligation de reconnaissance comme organisme de réglementation ; voir la décision 2006- PDG 0180 de l'AMF en date du 1 11 2006 à l'annexe 3 du document de consultation (la Reconnaissance). Les articles 16, 22 et 23 de la Reconnaissance réglementent la répartition des frais de CDS, ainsi que la garde des valeurs déposées avec CDS. Il est clair que ces dispositions ne réglementent ni le niveau absolu des frais, ni l'impact des frais sur le public; c'est l'impact sur les adhérents de CDS qui sont protégés.

### **Acquisition de CDS et changement de modèle d'affaires**

Les transactions comportées comportent l'acquisition de CDS. Elle implique non seulement un changement d'actionnaires de CDS, mais en plus un changement

fondamental du modèle d'entreprise de CDS : de la récupération des coûts, le modèle d'affaires traditionnel d'un organisme de réglementation, à un modèle à but lucratif. L'obligation des administrateurs et dirigeants a toujours été d'agir dans le meilleur intérêt de CDS et de ses actionnaires. Avec le changement de modèle d'entreprise, ceci signifiera maintenant en pratique de chercher à maximiser la valeur de CDS pour ses actionnaires (shareholder value maximization).

L'annexe C de la Demande propose de modifier les termes de la Reconnaissance, et comporte un article 16 modifié et reformulé sur les frais et coûts. Rien dans le nouveau texte ne modifie le principe que c'est l'intérêt des adhérents qui est protégé.

Dans la Demande (p.25) Maple s'engage à ce qu'au moins quatre des onze administrateurs de CDS soient des représentants des utilisateurs des services de compensation de CDS, et à inviter chacun de l'ACCVM (industrie des valeurs mobilières) <http://www.iiac.ca/bienvenue-a-laccvm/sur-nous/> et de l'organisme de réglementation des courtiers l'OCRCVM <http://www.iiroc.ca/French/Pages/home.aspx> à proposer aux comités de gouvernance de CDS une liste de candidats potentiels indépendants à un poste d'administrateur aux conseils de CDS, et que le comité de gouvernance choisira, dans la mesure où ils sont convaincus que le candidat applicable possède les compétences et la personnalité requises, au moins un des candidats proposé en tant qu'administrateur de CDS.

Maple indique (p.28) avoir l'intention de créer des comités consultatifs des intervenants des marchés externes auxquels des dirigeants du secteur d'activité seront invités à participer pour faire valoir leurs points de vue en matière de développement de services. La participation aux comités consultatifs des intervenants du marché serait ouverte à toutes les parties intéressées dans le secteur d'activité, y compris les membres de l'OCRCVM et de l'ACCVM. Maple propose que la Banque du Canada, la CVMO et l'Autorité aient la faculté de participer à tous les comités consultatifs des intervenants des marchés.

## **Les principes**

Notre soumission est basée sur les principes suivants :

- La fraude, pour des raisons évidentes, vole les manchettes des journaux. Et ce n'est pas différent dans les domaines des valeurs mobilières et du placement. Et les récents événements tragiques, tels que l'affaire Bernie Madoff, peuvent donner au public et même aux organismes de réglementation, l'impression que c'est là que les investisseurs perdent le plus souvent leur argent si durement gagné. Mais les participants au marché canadien savent mieux. De loin la plus importante source de pertes pour les investisseurs canadiens au détail sont les frais excessifs qui leur sont imposés au jour le jour par le système financier canadien. Les frais de gestions excessifs des fonds communs de placement gérés activement sont le principal exemple. La tentative

fédérale d'assumer la juridiction en valeurs mobilières a été justifiée en partie par la réduction des dépenses des investisseurs qui en découlerait. Voir sur notre Site *Projet de loi canadienne de valeurs mobilières et la protection des investisseurs : un constat d'échec* <http://investisseurautonome.info/content/view/924/242/>

-Ces frais excessifs s'expliquent par un manque de concurrence dans le système financier canadien, et par l'absence de dispositions législatives incitant (ou obligeant) les agences gouvernementales impliquées à proposer des mesures pour y remédier. Voir sur notre Site *Le système financier* <http://investisseurautonome.info/content/category/5/17/171/> .

-Fondamentalement, les petits investisseurs au Canada ont deux moyens pour minimiser leurs frais : utiliser des courtiers à escompte qui, présentement, exigent des commissions modestes ; et investir en produits indicels, et notamment dans des fonds négociés en bourse, qui comportent des frais de gestion réduits. En général, voir *Vos choix comme investisseurs individuels* sur notre Site. <http://investisseurautonome.info/content/view/352/215/>

-Une des plus grandes lacunes au Canada est l'absence de système permettant l'achat par l'investisseur individuel, directement du gouvernement fédéral, d'obligations du Canada. Un tel système aux USA, Treasury Direct, <http://www.treasurydirect.gov/> est populaire, notamment pour la réduction de dépenses pour les investisseurs. CDS sera essentiel pour la mise sur pied d'un tel régime au Canada. Voir sur notre site *Les obligations du Canada et le Ministre Flaherty*. <http://investisseurautonome.info/content/view/697/242/>

-CDS fournit deux services essentiels pour le système financier canadien : la compensation et la garde de titres. CDS exerce un monopole, et pourra augmenter ses prix avec très peu de risque de nouveaux concurrents. NB- Après l'acquisition du TSX la Demande affirme (p. 32 de la Demande) que le secteur des bourses demeurera sujet à une vive concurrence. Aucune affirmation similaire n'est faite relativement à CDS.

-La demande Maple prétend que le changement du modèle d'entreprise ne changera pas le profil de risque ; p.27. Le non-dit ici est fondamental : le but de ce changement est sûrement d'augmenter les revenus et de maximiser les profits. Un niveau plus élevé de frais devra ultimement être absorbé par les investisseurs ultimes qui transigent dans le marché financier canadien.

- Le modèle d'entreprise de CDS actuel, la récupération des coûts, minimise les risques de dérapage au niveau des coûts en mettant une pression à la baisse sur le niveau des prix. Ceci diminue le montant absolu du problème, et diminue la problématique de comment répartir équitablement d'assumer ces coûts. De plus la présence de l'OCRCVM comme un des actionnaires de CDS renforce cette tendance de chercher à minimiser les coûts, plutôt que d'augmenter les revenus et profits. ; voir le site de CDS. <http://www.cdsltd->

[cdsltee.ca/cdsltdhome.nsf/Pages/-FR-Ownershipandgovernance?Open](https://cdsltee.ca/cdsltdhome.nsf/Pages/-FR-Ownershipandgovernance?Open) C'est notre compréhension que l'OCRCVM ne sera plus actionnaire et n'aura pas un droit exécutoire de nommer un représentant au conseil de CDS.

-L'intérêt des investisseurs publics, et non des adhérents, doit guider l'AMF. Même Maple justifie la transaction par les efficiences qui en résulteront, et qui profiteront à tous, y compris les investisseurs publics. Nous sommes d'accord avec ce principe. La Demande (p.12) prévoit: Nous *nous attendons à réaliser des efficiences pour le bénéfice des actionnaires, des firmes de courtage et des investisseurs du public, dans deux grandes catégories par suite des opérations projetées.* Mais sans des mesures de protection concrètes, cela risque de ne jamais se réaliser.

-La Reconnaissance de CDS par l'AMF cherche à assurer une répartition équitable des frais de CDS imposés aux adhérents de CDS. Ceci peut être suffisant dans un système de récupération des coûts, mais est totalement insuffisant lorsque l'objectif de CDS deviendra de maximiser les profits. C'est la répartition des frais sur les investisseurs ultimes qui est important. Les frais de garde pour l'investisseur individuel moyen au Canada pourront facilement devenir une cible de CDS et de ses actionnaires et de leurs filiales. Et cela pourrait amener un traitement inéquitable par les courtiers à escompte et de plein exercice de leurs clients.

### **Un plan de match pour l'AMF**

Selon nous, l'AMF doit inclure des dispositions dans toute approbation qui protégera les investisseurs individuels contre un traitement inéquitable, au niveau des frais de garde, commissions et autres frais, qui découleraient du changement de modèle d'entreprise et des actionnaires de CDS.

Ceci soulève les questions suivantes :

- Risque théorique ou réel ?
- Suffisance des critères actuels de reconnaissance ?
- Se fier uniquement aux paroles de Maple ?
- Juridiction de l'AMF

Nous examinons chacune de ces questions.

### **Risque théorique ou réel ?**

Les frais de garde existent en Amérique du Nord, mais semblent moins présent qu'en Europe.

La perception en Amérique du Nord est très négative à leur égard ; voir *The Biggest Rip-Off Fees of All- Saying No to Custodial Fees and So-Called Safe Keeping Fees.*

[http://beginnersinvest.about.com/od/choosingabroker/qt/investing\\_fees.htm](http://beginnersinvest.about.com/od/choosingabroker/qt/investing_fees.htm)

Nous ne sommes pas familiers avec les niveaux exacts de frais de garde au Canada, et si la diminution dans le niveau par opération de ces frais décrite dans les rapports de CDS depuis quelques années a bénéficiée équitablement aux investisseurs individuels et aux investisseurs institutionnels.

En Europe l'industrie de garde de valeurs a fait l'objet d'au moins 2 études récente : en 2007 pour la Banque Centrale Européenne

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp68.pdf> et en 2011 pour la Commission Européenne

<http://www.oxera.com/cmsDocuments/Oxera%20report%20on%20trading%20and%20post-trading%20May%202011.pdf> . L'étude de 2007 (article 3.1) explique comment offrir ces services de garde aux investisseurs individuels peut avantager les courtiers. Mais l'étude de 2011 indique (section 6.3.1 ; p. 101) que les grands clients ont bénéficié plus que les petits clients des baisses de frais de garde en Europe. L'étude (section 6.5.4-p.107) indique aussi que : i) les clients importants avec plus d'actifs et qui transigent plus sont favorisés par des frais de garde réduits ; et ii) une grande variété dans le niveau des frais de garde imposés aux investisseurs individuels.

Nous avons constaté qu'en France ces frais seraient omniprésents, et impliqueraient un niveau de frais annuels que les investisseurs canadiens trouveraient difficiles à accepter ; voir *Critique d'un livre en finance personnelle : un voyage en France pour votre éducation financière* <http://investisseurautonome.info/content/view/749/242/1/3/>

Ce bref tour d'horizon indique que l'AMF doit se garder un droit de regard et un pouvoir d'intervention pour s'assurer que les clients individuels sont traités équitablement par les banques et courtiers canadiens suite aux changements à CDS.

### **Suffisance des critères actuels de reconnaissance ?**

A l'annexe 9 se trouve les critères de reconnaissance à titre de chambre de compensation. Les frais doivent être équitablement répartis (article 2) ; les règles ne doivent pas faire de discrimination déraisonnable entre les membres compensateurs (article 4) ; et des mesures de garde de valeurs sont mises en place pour protéger les actifs des participants (article 10).

Ces critères sont écrits pour assurer un traitement équitable des participants dans CDS, pas des clients individuels des courtiers filiales des actionnaires de CDS.

### **Se fier uniquement aux paroles de Maple ?**

Les entêtes des divers chapitres de la Demande sont très révélateurs. Le seul chapitre (p.23-32) qui porte spécifiquement sur CDS s'intitule *Acquisition de CDS et incidences*



*pour CDSS. Nous aurions espéré trouver un chapitre intitulé Réorganisation de CDS et incidences pour les investisseurs individuels, mais il n'y en a pas.*

Il est possible qu'à l'audition de la Demande Maple déclare que CDS tiendra compte de l'intérêt des investisseurs publics. Si c'est le cas, une telle déclaration, et notamment toute expression de Maple, Groupe TMX et Corporation CDS sur le niveau ou la répartition de frais suite au changement de modèle d'entreprise sur les frais, doit être pris avec un gros grain de sel. Les courtiers filiales des actionnaires de Maple ne sont pas partie aux engagements ou déclarations devant l'AMF. C'est eux qui seront la courroie de transmission et qui détermineront ultimement comment modifier les frais de garde et autres frais payables par leurs clients institutionnels et individuels, pour refléter l'impact du changement de modèle d'entreprise de CDS.

### **Juridiction de l'AMF**

A l'annexe 7 se trouve les critères de reconnaissance à titre d'organisme de réglementation. L'entité élabore et applique la réglementation requise pour protéger les investisseurs et l'intégrité des marchés, et ce, de façon conforme à *l'intérêt public* (article 2). Selon nous, l'intérêt public permet à l'AMF d'avoir un droit de regard et un pouvoir d'intervention pour s'assurer que les clients individuels sont traités équitablement par les courtiers canadiens suite au changement de modèle d'entreprise de CDS.

La Demande (p.36) reconnaît que de la prestation de services sur actions, notamment les frais et l'accès, sont réglementées par les autorités de réglementation en valeurs mobilières provinciales, et déclare que la simple possibilité de réglementation constituera un frein important aux activités d'une entité regroupée TMX/Alpha. Les commissions, frais de garde et autres frais imposés aux investisseurs font partie du mandat traditionnel de l'AMF. De la même façon que pour le volet fusion boursière l'AMF devrait approuver la transaction de façon à laisser clairement planer la menace d'une intervention réglementaire en cas de mesures par CDS, ses actionnaires et leurs courtiers qui traiteraient de façon inéquitable les investisseurs individuels.

Ce sont surtout les courtiers filiales des actionnaires de Maple, qui ne sont pas partie à ces engagements, qui détermineront comment modifier les frais payables par leurs clients institutionnels et individuels, pour refléter l'impact du changement de modèle d'entreprise de CDS. Ces courtiers, avec leurs sociétés mères, sont liés par la clause de non concurrence qui sera signée à la clôture des transactions proposées, clause qui les empêchera d'investir dans des concurrents de CDS ; voir Demande, p. 36. Il est normal qu'en contrepartie les autorités se réservent le pouvoir de réglementer l'impact du changement de modèle d'entreprise sur les frais de garde et autres frais exigés par ces courtiers de leurs clients.

## Conclusion

Pour les raisons décrites ci haut nous soumettons :

- en réponse à la Question 1 dans le document de consultation, qu'il y a d'autres aspects de la transaction que l'Autorité devrait considérer dans l'intérêt public, notamment comment s'assurer d'un traitement équitable des investisseurs publics (frais de garde, commissions et autres frais), suite aux changements à CDS.
- en réponse à la question 21 qu'il y a des objections à considérer concernant le changement de modèle d'affaires de CDS ; et
- nous répondons *NON* par le fait même à la Question 29.

Cyber InfoInvest Reg., par :

signé

Marc J. Ryan

cc- OSC [jstevenson@osc.gov.on.ca](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

p.j.- une version anglaise de cette soumission est incluse comme annexe A.