

FAIR

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

Le 27 mai 2011

John Stevenson
Secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
Toronto (Ontario)
M5H 3S8

Transmis par courriel à l'adresse : jstevenson@osc.gov.on.ca

Objet : Demande de reconnaissance d'Alpha Trading Systems Limited Partnership (« Alpha LP ») et d'Alpha Exchange Inc. (« Alpha Exchange ») à titre de Bourse

Monsieur,

FAIR Canada a le plaisir de soumettre ses commentaires sur la demande d'obtention du statut de Bourse présentée par Alpha LP et Alpha Exchange (collectivement désignées « Alpha Group »).

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des épargnants. À titre de représentant des investisseurs canadiens, FAIR Canada milite pour une plus grande protection des investisseurs dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières. Pour de plus amples renseignements, consultez notre site www.faircanada.com.

1. Conflit d'intérêts en matière de réglementation des inscriptions

Dans sa demande, Alpha propose d'établir une Bourse sans séparation appropriée des fonctions commerciales et de réglementation, un modèle qui ne respecte pas les meilleures pratiques internationales. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (ci-après la « Commission ») devrait exiger qu'Alpha adopte un modèle conforme aux normes internationales.

FAIR Canada a déjà exprimé ses préoccupations au sujet du conflit d'intérêts inhérent qui existe entre le statut d'entreprise « à but lucratif » de la Bourse de Toronto et sa fonction d'autorité de réglementation des sociétés inscrites à sa cote, qui la rend responsable d'agir dans l'intérêt public. Nous avons aussi commandé un rapport d'expert (le « rapport d'expert ») sur le sujet, que nous avons soumis à la Commission et aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM »)¹. Nous avons souligné la nécessité que les organismes de réglementation canadiens remédient à ce conflit d'intérêts d'une

¹ Se reporter à la lettre adressée à M. David Wilson, président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, et aux ACVM le 30 juin 2010 ainsi qu'au rapport d'expert préparé pour FAIR Canada par John W. Carson, de Compliax Consulting Inc., intitulé *Managing Conflicts of Interest in TSX Listed Company Regulation* et daté du 23 juin 2010

manière conforme aux normes internationales. **Le rapport constate que la Bourse de Toronto est la seule Bourse des marchés développés à n'avoir pas instauré de mesures spécifiques pour gérer ses conflits d'intérêts dans la réglementation des sociétés inscrites.**

Il y a plus d'un an, le Comité permanent des organismes gouvernementaux de l'Assemblée législative de l'Ontario (le « Comité permanent ») publiait un rapport unanime qui abordait la question de la fonction de réglementation des inscriptions de la Bourse de Toronto. On peut notamment lire dans ce rapport : « *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* ». En conséquence, le Comité permanent a recommandé « *que la Commission 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* ».

La Commission n'a pas encore entrepris un tel examen et, dans son avis et appel à commentaires au sujet de la demande d'Alpha Group, elle continue d'affirmer que le fait d'exiger dans une ordonnance de reconnaissance qu'au moins 50 pour cent des membres du conseil d'administration d'une Bourse soient des administrateurs indépendants remédiera au conflit d'intérêts entre les fonctions commerciales d'une Bourse et ses fonctions de réglementation. Le personnel de la Commission fait la sourde oreille tant aux conclusions du rapport d'expert qu'à la recommandation du Comité permanent.

Le rapport d'expert avait pour objectif d'enrichir le débat public et de présenter des options de rechange possibles pour gérer les conflits d'intérêts. Par exemple, d'autres grandes Bourses ont réussi à gérer le conflit d'intérêts entre les activités commerciales et les responsabilités de réglementation des sociétés inscrites en adoptant les approches suivantes :

- I. la Bourse crée une filiale de réglementation dotée d'une gouvernance indépendante pour prendre en charge la réglementation des inscriptions;
- II. la Bourse crée un service de réglementation des inscriptions séparé de ses activités commerciales (y compris l'expansion commerciale de l'inscription) pour assurer la réglementation des inscriptions; ou
- III. l'autorité de réglementation prévue par la loi se charge de la réglementation des inscriptions.

FAIR Canada pense qu'il est temps que la Commission revoie son approche en ce qui a trait aux conflits d'intérêts dans la réglementation des sociétés inscrites.

Recommandation de FAIR Canada : FAIR Canada presse la Commission d'étudier les conclusions du rapport d'expert et la recommandation du Comité permanent. Nous exhortons la Commission à reconsidérer son approche de la gestion des conflits d'intérêts dans la réglementation des inscriptions, à la lumière des normes internationales et pour protéger les investisseurs. Dans son examen de la demande d'Alpha, la Commission devrait veiller à remédier au conflit d'intérêts dans la réglementation des inscriptions d'une manière conforme aux normes internationales.

2. Nature hypothétique de la demande compte tenu d'autres événements

La demande d'Alpha d'être reconnue comme Bourse pourrait être un exercice hypothétique compte tenu d'autres faits nouveaux récents, les principaux étant l'offre d'acquisition de la Bourse de Toronto par Maple Group Acquisition Corp. (le « consortium Maple ») (offre qui comprendrait Alpha Group et la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS)) et la transaction proposée entre le Groupe TMX et le London Stock Exchange Group. Il pourrait être opportun pour la Commission de reporter l'examen de la demande d'Alpha et la consultation publique dans ce dossier jusqu'à ce que l'on sache si Alpha ira effectivement de l'avant avec la création d'une Bourse indépendante ou si elle fera partie d'une entité fusionnée Bourse de Toronto/Maple.

À la lumière de ces autres projets de transactions, il est encore plus important que la Commission examine la manière dont elle aborde les problèmes potentiels de conflits d'intérêts se rapportant à la réglementation des sociétés inscrites. L'approche de la Commission dans le contexte des transactions proposées revêt une très grande importance pour le public.

Recommandation de FAIR Canada : Reporter la consultation publique sur la demande d'Alpha jusqu'à ce qu'il ait été décidé qu'Alpha mettra effectivement sur pied une Bourse et ne fera pas partie de l'offre du consortium Maple au Groupe TMX.

3. La demande d'Alpha et des faits nouveaux suscitent d'autres conflits d'intérêts

La demande présentée par Alpha Group pour obtenir le statut de Bourse ajoute bien sûr de nouvelles préoccupations relativement aux conflits d'intérêts dans la réglementation des inscriptions. L'offre d'acquisition du Groupe TMX par le consortium Maple soulève également des préoccupations en matière de conflits d'intérêts. Les organismes de réglementation et les pouvoirs publics devront examiner les enjeux associés à la demande d'Alpha Group et à l'offre du consortium Maple (qui impliquerait le regroupement d'Alpha et de CDS avec le Groupe TMX) pour déterminer leur incidence sur les marchés financiers du Canada et les intérêts des investisseurs. Il est essentiel que les organismes de réglementation et les pouvoirs publics s'assurent que de telles modifications du marché seraient dans l'intérêt public.

Recommandation de FAIR Canada : Il serait prématuré que la Commission prenne une décision sur la demande d'Alpha à ce stade-ci.

4. Un OAR indépendant pour créer et administrer des normes d'inscription de base

FAIR Canada a fait une présentation formelle devant le Comité spécial de l'Assemblée législative de l'Ontario, le 9 mars 2011, au sujet du projet de fusion des bourses de Toronto et de Londres. Vous pouvez consulter nos remarques à l'adresse suivante : http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2011/03/FAIR_CANADA_remarks_on_TMX_-_LSE_Merger_FINAL_F.pdf. Nous pensons 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. C'est le modèle qu'ont suivi les ACVM pour remédier aux

conflits d'intérêts dans la réglementation de la négociation, avec la création de Services de réglementation du marché inc. et l'adoption des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM).

Recommandation de FAIR Canada : La Commission devrait envisager de transférer les fonctions de réglementation des sociétés inscrites d'Alpha, de la Bourse de Toronto, de la Bourse de croissance TSX et de toute autre Bourse à un OAR indépendant qui peut être chargé de la création et de l'administration de règles d'inscription de base permanentes. En vertu de ce modèle, la Bourse Alpha (comme d'autres Bourses éventuellement) continuerait d'établir les normes pour l'admission à sa cote.

Pour tenir compte de la possibilité que l'examen de la demande visée ici ne soit pas reporté, FAIR Canada répond ci-dessous aux questions spécifiques que pose la CVMO dans son appel à commentaires sur la demande de reconnaissance d'Alpha à titre de Bourse.

5. Réponse à l'appel à commentaires sur la demande de reconnaissance d'Alpha à titre de Bourse

A. Structure de gouvernance

(i) La présence d'administrateurs indépendants au conseil de la Bourse Alpha ne réglerait pas adéquatement les conflits d'intérêts – Alpha doit adhérer aux normes internationales

Les actionnaires d'Alpha sont les six maisons de courtage propriété des banques canadiennes (BMO Nesbitt Burns Inc., Marchés mondiaux CIBC Inc., Financière Banque Nationale Inc., RBC Dominion Valeurs mobilières Inc., Scotia Capitaux Inc. et Valeurs mobilières TD Inc.), ainsi que Valeurs mobilières Desjardins Inc., Financière Canaccord Inc. et l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada. Le fait que les institutions financières dominantes au Canada soient propriétaires d'une Bourse présente un risque de conflits d'intérêts sur lequel il faut se pencher pour déterminer si l'attribution du statut de Bourse à Alpha serait dans l'intérêt public.

FAIR Canada craint, par exemple, que les normes d'inscription d'Alpha et son administration des règles d'inscription ne soient influencées par les intérêts financiers des courtiers en valeurs mobilières qui sont aussi ses propriétaires. Il existe un conflit d'intérêts dans la mesure où les courtiers qui dominent l'activité d'inscription possèdent et contrôlent Alpha. Nous croyons comprendre qu'Alpha a accordé des incitatifs financiers aux maisons de courtage actionnaires pour qu'elles orientent la négociation vers Alpha. Si Alpha obtenait le statut de Bourse, il devrait lui être interdit d'offrir des incitatifs aux courtiers pour qu'ils s'inscrivent à sa cote. Nous réitérons aussi la préoccupation que la Bourse pourrait être la propriété des entités mêmes (si les sociétés mères des actionnaires sont inscrites à la cote d'Alpha) qu'elle a la responsabilité de réglementer.

La concurrence accrue pour l'inscription des émetteurs que pourrait entraîner l'approbation de la demande d'Alpha pose le risque que celle-ci abaisse les normes d'inscription pour accroître sa part de marché. Si le conflit d'intérêts dans la réglementation des sociétés inscrites n'est pas réglé convenablement, l'intérêt public ne sera pas servi. Un arbitrage réglementaire ne serait pas dans l'intérêt des investisseurs individuels.

Recommandation de FAIR Canada : Agir pour régler la question du conflit d'intérêts dans la réglementation des sociétés inscrites et le faire d'une manière conforme aux normes internationales. Cette question ne devrait pas être reportée; elle devrait avoir déjà été réglée quand sera examinée la demande d'Alpha.

(ii) Rôle proposé du comité de surveillance réglementaire et sens de « indépendant »

Dans sa demande, Alpha Group ne propose pas une proportion de 50 pour cent d'administrateurs indépendants à son conseil comme le privilégie le personnel de la Commission. Alpha Group propose plutôt que la Bourse Alpha ait un conseil de huit administrateurs composé de quatre administrateurs « du secteur » non indépendants (représentants de courtiers membres), de trois administrateurs indépendants et d'un chef de la direction.

Alpha estime que les propriétaires qui ne sont pas membres de la Bourse Alpha mais qui en détiennent moins de 10 pour cent devraient pouvoir avoir un administrateur indépendant au conseil. L'avis précise que deux des sociétés en commandite d'Alpha LP ne sont pas des maisons de courtage et que, compte tenu de la structure de propriété, seule une d'entre elles ne serait pas autorisée à avoir un administrateur indépendant au conseil en vertu du seuil d'importance relative proposé. FAIR Canada pense que le seuil d'importance relative servant à définir la notion d'« indépendance » devrait être réduit à 5 pour cent. Les sociétés en commandite d'Alpha LP ne devraient pas être prises en considération pour la nomination d'« administrateurs indépendants » aux fins de la gouvernance et de la surveillance par l'intermédiaire du comité de surveillance réglementaire (*ROC* ou *Regulatory Oversight Committee*).

La demande propose aussi un comité de surveillance réglementaire (*ROC*) qui aura certains pouvoirs décisionnels quant à la gestion des conflits en vertu des politiques de négociation (*Trading Policies*) ou du manuel de l'inscription (*Listing Handbook*) et s'assurera que les fonctions de réglementation exercées par la Bourse fassent l'objet d'une surveillance et d'une attention adéquates. **Toutefois, d'autres activités de réglementation de ce comité ne seront que de nature consultative, comme l'établissement de règles; l'établissement d'un budget de réglementation; et des modifications aux programmes de réglementation et de conformité de la Bourse Alpha.**

Le *ROC* sera composé de trois administrateurs « indépendants » et de deux administrateurs non indépendants. Bien qu'il représente un effort pour gérer les conflits d'intérêts qui surviendront, ce comité n'est pas un modèle qu'ont adopté d'autres grandes Bourses du monde et il présente des lacunes potentielles qui demandent un examen plus poussé. Par exemple, FAIR Canada se demande si le *ROC* sera efficace et efficient, compte tenu de sa composition et de sa relation avec la Bourse elle-même, pour traiter des contestations de décisions prises en vertu des politiques de négociation ou du manuel de l'inscription ou pour traiter des questions liées au code de conduite et aux conflits d'intérêts.

Recommandation de FAIR Canada : Que le seuil d'importance relative définissant « indépendant » soit abaissé de 10 à 5 pour cent.

Recommandation de FAIR Canada : Si la responsabilité de la réglementation n'est pas transférée à un OAR indépendant, le *ROC* devrait être remplacé par une filiale indépendante d'Alpha dont la majorité

des membres du conseil d'administration sont des administrateurs indépendants, et cette filiale devrait avoir des pouvoirs décisionnels finals en ce qui a trait à la politique d'inscription, à l'établissement de règles et aux affaires budgétaires. Si Alpha établissait une telle filiale indépendante, nous n'aurions pas d'objection à ce que la majorité des administrateurs de la Bourse Alpha ne soient pas indépendants.

(iii) Statut d'émetteur émergent et d'émetteur non émergent

FAIR Canada est d'accord avec la réglementation proportionnelle des ACVM pour les émetteurs inscrits, qui impose des degrés de réglementation adaptés selon la taille de l'émetteur et les catégories existantes « émetteur non émergent » pour les grands émetteurs et « émetteur émergent » pour les petits émetteurs ou les émetteurs inscrits à la Bourse de croissance TSX ou à la Bourse nationale canadienne (CNSX).

FAIR Canada pense qu'il convient de classer les émetteurs du groupe 1 comme des émetteurs « non émergents » et les émetteurs du groupe 2 comme des émetteurs « émergents » conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables.

(iv) Réglementation des émetteurs – La Bourse doit exercer sa discrétion

Dans sa demande, Alpha rejette l'exercice de la discrétion dans l'examen des transactions. Cela contraste avec la pratique de la Bourse de Toronto, qui peut exercer sa discrétion et imposer des conditions aux transactions, y compris exiger l'obtention de l'accord des actionnaires. À la place, Alpha propose de se fonder sur les normes objectives établies dans son manuel de l'inscription ainsi que sur l'accord des actionnaires et la participation obligatoire d'administrateurs indépendants, relativement aux transactions d'émetteurs inscrits qui pourraient avoir une incidence importante sur la dilution ou faire intervenir des initiés ou des entités apparentées.

Bien que l'approche proposée par Alpha puisse réduire le besoin d'utiliser la discrétion, FAIR Canada doute qu'elle puisse éliminer complètement ce besoin pour toutes les transactions qui pourraient se présenter. Par exemple, il arrive souvent que des émetteurs demandent à être dispensés d'obtenir l'accord des actionnaires pour des opérations entre apparentés, en invoquant des difficultés financières, et la Bourse doit alors exercer sa discrétion pour décider si elle accorde ou non la dispense.

Recommandation de FAIR Canada : La Bourse Alpha doit envisager l'exercice de la discrétion.

(v) Exigence d'approbation des porteurs pour les acquisitions de fonds d'investissement

FAIR Canada convient avec le personnel de la Commission que les exigences d'approbation des porteurs de titres pour les acquisitions d'émetteurs inscrits qui sont des fonds d'investissement à capital fixe devraient être essentiellement similaires aux exigences du Règlement 81-102 applicables aux organismes de placement collectif (OPC), ce qui comprend l'exigence que les fonds d'investissement participant à l'acquisition n'assument aucun des frais et dépenses associés à la transaction. Nous convenons que la charge des frais et dépenses liés à une acquisition revient davantage au gestionnaire qu'aux porteurs,

puisque celui-ci profite de l'acquisition au moins autant que les porteurs de titres des fonds d'investissement. Nous partageons aussi la préoccupation que, s'il n'y a pas d'approche uniforme relativement aux acquisitions de fonds d'investissement, cela ouvrira la porte à des arbitrages réglementaires.

(vi) Fonds de placement et produits structurés intercotés

Alpha propose que les émetteurs étrangers inscrits à une Bourse étrangère reconnue soient autorisés à demander l'inscription à sa cote; cela comprendra les émetteurs inscrits qui sont des fonds d'investissement et d'autres produits structurés inscrits comparables comme des billets négociés en Bourse. Nous convenons que, pour réduire le plus possible les possibilités d'arbitrage réglementaire, il devrait y avoir un processus établi pour informer le personnel de la Commission des demandes présentées par des émetteurs inscrits à l'étranger avant leur inscription, de sorte que le personnel puisse évaluer s'il approuverait un fonds d'investissement similaire offert par prospectus au Canada. FAIR Canada est d'accord que l'évaluation du personnel de la Commission devrait faire partie des critères de la Bourse Alpha, dans son manuel de l'inscription, pour déterminer si un fonds d'investissement ou un produit structuré inscrit à l'étranger peut ou non être intercoté.

Recommandation de FAIR Canada : Par souci de protection des investisseurs, imposer à la Bourse Alpha, minimalement, d'aviser la Commission avant l'inscription et de se conformer à l'évaluation de cette dernière consistant à déterminer si elle approuverait un fonds d'investissement similaire offert par prospectus en Ontario. Pour protéger les investisseurs contre des produits complexes et toxiques qui ne répondent pas à leurs besoins, la Commission devrait pouvoir empêcher qu'un tel fonds d'investissement étranger ou produit structuré étranger ne soit inscrit et devienne par conséquent disponible pour les investisseurs canadiens.

(vii) Normes d'inscription pour les SAVS

FAIR Canada estime qu'il n'y a pas eu assez de consultation sur les règles d'inscription actuelles de la Bourse de Toronto applicables aux sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS). Il n'est pas certain que l'intérêt public soit servi par l'utilisation de SAVS et nous pressons les organismes de réglementation d'analyser la manière dont les investisseurs individuels sont traités par les SAVS aux États-Unis et au Canada. Vous pouvez consulter le mémoire antérieur de FAIR Canada sur ce sujet à l'adresse <http://www.faircanada.ca/wp-content/uploads/2009/01/fair-comment-letter-on-spacs.pdf> (en anglais).

Recommandation de FAIR Canada : Reporter la décision d'autoriser ou non Alpha à inscrire des SAVS à la Bourse Alpha jusqu'à ce que la Commission ait déterminé si l'inscription de SAVS est dans l'intérêt public, après une consultation publique sur la question.

FAIR Canada sera heureuse de discuter de ces enjeux importants et d'actualité avec la Commission et d'autres parties intéressées. N'hésitez pas à communiquer avec Ermanno Pascutto (416 572-2282 ou ermanno.pascutto@faircanada.ca) ou Marian Passmore (416 572-2728 ou marian.passmore@fair.canada.ca). Nous serions heureux de vous rencontrer au moment qui vous conviendra.

Sincèrement,



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs