

Legislative  
Assembly  
of Ontario



Assemblée  
législative  
de l'Ontario

---

# COMITÉ SPÉCIAL SUR LA TRANSACTION PROPOSÉE ENTRE LE GROUPE TMX ET LE LONDON STOCK EXCHANGE GROUP

Rapport final

2<sup>e</sup> session, 39<sup>e</sup> législature  
60 Elizabeth II

**Données de catalogage avant publication de la Bibliothèque et Archives Canada**

Ontario. Assemblée législative. Comité spécial sur la transaction proposée entre le Groupe TMX et le London Stock Exchange Group

Comité spécial sur la transaction proposée entre le Groupe TMX et le London Stock Exchange Group, rapport final [ressource électronique]

Publ. aussi en anglais sous le titre : Select Committee on the Proposed Transaction of the TMX Group and the London Stock Exchange Group final report.

Comprend des réf. bibliogr.

Monographie électronique en format PDF.

Mode d'accès: World Wide Web.

Également publ. en version imprimée.

ISBN 978-1-4435-6395-6

1. Groupe TMX Inc. 2. London Stock Exchange Group. 3. Bourse—Ontario.
4. Entreprises—Fusion—Ontario. I. Titre. II. Titre: Select Committee on the Proposed Transaction of the TMX Group and the London Stock Exchange Group final report.

HG4028.M4 O5614 2011

658.1'6209713

C2011-964008-2

Legislative  
Assembly  
of Ontario



Assemblée  
législative  
de l'Ontario

L'honorable Steve Peters  
Président de l'Assemblée législative

Monsieur le président,

Le Comité spécial sur la transaction proposée entre le Groupe TMX et le London Stock Exchange Group a l'honneur de présenter son rapport final et de le confier à l'Assemblée.

Le président du comité,

*/Signé/*

L'hon. Gerry Phillips

Queen's Park  
Avril 2011



COMPOSITION DU COMITÉ SPÉCIAL SUR LA TRANSACTION PROPOSÉE  
ENTRE LE GROUPE TMX ET LE LONDON STOCK EXCHANGE GROUP

2<sup>e</sup> session, 39<sup>e</sup> législature

L'HON. GERRY PHILLIPS  
Président

FRANK KLEES  
Vice-président

LAURA ALBANESE

WAYNE ARTHURS

GILLES BISSON

MICHAEL A. BROWN

PETER SHURMAN

MARIA VAN BOMMEL

DAVID ZIMMER

---

Trevor Day  
Greffier du comité

Anne Marzalik et Terrence Teixeira  
Recherchistes



---

## TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
VUE D'ENSEMBLE	2
La transaction proposée	2
Activités actuelles des promoteurs	3
Contexte de la transaction proposée	4
QUESTIONS DE GOUVERNANCE ET DE CONTRÔLE	7
Modèle de gouvernance	7
Disposition de réexamen	8
Fusion entre égaux?	8
QUESTIONS DE RÉGLEMENTATION	9
Société de portefeuille mère	9
Cadre minimal	10
Assurances données par le Groupe TMX et le LSE Group	10
IMPACT SUR LES EMPLOIS	11
LE SECTEUR MINIER	11
LE MARCHÉ DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES	12
AUTRES OCCASIONS ET RISQUES ASSOCIÉS À LA FUSION PROPOSÉE	13
Occasions	13
Risques éventuels	15
RECOMMANDATIONS DU COMITÉ	18
Structure du conseil d'administration	18
Rôle des organismes de réglementation	18
Prise de décision stratégique	19
Impact sur les emplois en Ontario et au Canada	19
Impact sur le secteur minier	19
ANNEXE A :	
Mandat	
ANNEXE B :	
Opinion dissidente du membre néo-démocrate du comité	





## INTRODUCTION

On ne dira jamais assez à quel point les fusions internationales sont complexes sur les plans juridique, économique et social. La transaction proposée entre la Bourse de Toronto et la Bourse de Londres, annoncée par leurs sociétés mères le 9 février 2011, contient tous ces aspects. Qui plus est, elle implique l'une des sociétés les plus emblématiques du Canada, un symbole de l'activité commerciale et économique depuis 1861.

Les aspects de la transaction proposée feront certes l'objet d'examens et d'approbations dans d'autres tribunes, à savoir les organismes de réglementation des valeurs mobilières de l'Ontario et du Québec et le ministre de l'Industrie à Ottawa, mais l'Assemblée législative de l'Ontario est arrivée à la conclusion qu'il était essentiel qu'elle acquière une meilleure compréhension des enjeux associés à une transaction qui pourrait avoir des répercussions à long terme importantes sur l'économie de la province.

L'Assemblée législative a donc approuvé la motion suivante déposée par l'honorable James Bradley le 23 février 2011 :

Qu'un Comité spécial sur la transaction proposée entre le Groupe TMX et le London Stock Exchange Group soit mis sur pied pour examiner et présenter ses observations et recommandations concernant l'impact et l'avantage net du Canada, y compris l'Ontario, son économie et sa population, le secteur des services financiers de Toronto et le secteur minier du Nord de l'Ontario.

On trouvera en annexe A le libellé complet du mandat du Comité spécial.

Le présent rapport fait état des constatations, des observations et des recommandations du Comité spécial à la suite des audiences publiques qu'il a tenues à Toronto les 2, 3, 9 et 10 mars 2011. Comme on le verra dans le rapport, les thèmes qui ont été abordés le plus souvent au cours des audiences étaient la gouvernance, le contrôle et la réglementation.

Le Comité spécial tient à souligner qu'il n'a pas le pouvoir d'imposer son point de vue dans ce dossier. Nous espérons que les promoteurs de la transaction prendront nos recommandations en compte avant de demander les approbations nécessaires et que les organismes de réglementation et les gouvernements feront de même dans le cadre de leurs processus d'examen et d'approbation.

Nous tenons à remercier tous les témoins qui ont participé aux audiences malgré le court préavis, ainsi que les personnes qui ont transmis des mémoires écrits. Le Comité tient également à remercier tout le personnel de l'Assemblée législative qui lui a apporté son aide durant ses travaux.

## VUE D'ENSEMBLE

### La transaction proposée

La transaction proposée entre le Groupe TMX et le London Stock Exchange Group est décrite comme une « fusion entre égaux » dans une déclaration conjointe diffusée le 9 février 2011 :

London Stock Exchange Group plc (« LSEG ») et Groupe TMX Inc. (« TMX ») ont annoncé aujourd'hui la conclusion d'une entente visant à unir leurs groupes boursiers diversifiés de premier plan d'Europe et du Canada dans le cadre d'une fusion entre égaux par échange d'actions. De cette fusion, recommandée à l'unanimité par les conseils d'administration respectifs de LSEG et de TMX, naîtra une entreprise de calibre mondial.

Le groupe transatlantique issu de la fusion [...] sera dirigé à partir d'un double siège social situé à Londres et à Toronto et offrira une passerelle internationale, des sources de capitaux et de liquidité parmi les importantes du monde ainsi qu'un portefeuille unique de marchés, de produits, de technologies et de services hautement complémentaires.

Les conseils de LSEG et de TMX sont convaincus de l'attrait stratégique de la fusion, qui donnera naissance à une entreprise plus diversifiée dont la taille, la portée, le rayonnement et l'efficacité seront amplifiés et qui offrira à toutes les parties intéressées des avantages appréciables.

Au cours des audiences du Comité, le Groupe TMX a décrit la transaction comme un échange d'actions; il n'y aura ni contrepartie monétaire ni contrepartie sous la forme de dette. La propriété sera fonction du capital détenu respectivement par les parties au moment de la transaction. Plus précisément, aux termes de l'entente de fusion, les actionnaires du Groupe TMX recevront 2,9963 actions du LSE Group en échange de chaque action du Groupe TMX qu'ils détiennent. À la suite de la transaction, les actionnaires de LSE Group et ceux du Groupe TMX auront une participation respective de 55 % et de 45 % dans le capital-actions augmenté de LSE Group. La structure de la transaction sous la forme d'un échange d'actions donnera aux deux groupes, a-t-on dit, la possibilité de participer au succès futur de l'entité issue de la fusion.

Renommé après la clôture de l'opération, le LSE Group serait la société de portefeuille de l'entité issue de la fusion. Il serait inscrit à la cote de la Bourse de Toronto et à celle de la Bourse de Londres et enregistré au Royaume-Uni. Par ailleurs, les bourses actuellement en exploitation poursuivraient leurs activités sous leurs noms actuels. Le Groupe TMX conserverait sa dénomination, mais elle ne serait plus utilisée publiquement.

Nous avons appris que chaque bourse déclarerait ses revenus et paierait ses impôts dans le pays où les revenus sont gagnés. Le Canada, le Royaume-Uni et l'Italie compterait chacun pour environ le tiers des revenus du groupe issu de la fusion.

La convention de fusion est disponible en ligne à l'adresse [http://www.tmx.com/en/pdf/reg\\_filings/2-9-2011-MerAGt.pdf](http://www.tmx.com/en/pdf/reg_filings/2-9-2011-MerAGt.pdf).

### **Activités actuelles des promoteurs**

Le Groupe TMX Inc., société mère de la Bourse de Toronto (TSX), a été décrite au Comité comme étant une société de portefeuille chapeautant quelques-unes des bourses les plus importantes du Canada. La Bourse de croissance TSX (TSXV), située à Calgary, est le marché des titres à petite capitalisation et du capital de risque, tandis que la TSX, située à Toronto, est le marché des titres à grande capitalisation.

Les dérivés sont la spécialité de la Bourse de Montréal (MX). La Natural Gas Exchange (NGX), située à Calgary, est la principale bourse canadienne, a-t-on dit, pour la négociation de contrats de produits énergétiques comme l'électricité et le gaz naturel. Située également à Calgary, Shorcan Brokers Ltd. est un courtier interprofessionnel négociant des titres à revenu fixe, notamment des obligations. La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) est un autre membre du Groupe TMX.

Le Groupe TMX compte actuellement quelque 840 employés répartis au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Dans sa présentation au Comité, le chef de la direction du Groupe TMX, Thomas Kloet, a parlé de la solidité des marchés financiers de Toronto durant la crise mondiale récente :

Notre institution a affronté la tempête, notre secteur financier est l'un de ceux qui s'est le mieux comporté dans le monde et nos marchés publics n'ont pas subi de turbulences. Toronto est considérée aujourd'hui comme un centre financier stable et vigoureux, dans un monde marqué par l'incertitude. La notoriété de notre marque sur la scène mondiale est plus forte que jamais et notre avenir est prometteur.

À la demande du Comité, M. Kloet a décrit deux faiblesses du Groupe TMX. La première était l'absence d'accès à un large éventail d'indices boursiers. Le fait que la Bourse de Londres soit copropriétaire de FTSE, le fournisseur principal d'indices boursiers hors dollar US dans le monde, résoudrait ce problème et permettrait de développer des produits indiciels au Canada. En second lieu, le Groupe TMX participe au développement de services de compensation multilatéraux pour les produits dérivés hors cote, un dossier associé à la crise financière de 2008. Le service de compensation de la Bourse de Londres aiderait à l'élaboration d'une solution canadienne.

Le Comité a appris que London Stock Exchange Group (LSEG) est une société de portefeuille qui exploite des marchés d'actions, d'obligations et de dérivés. Le LSEG comprend la Bourse de Londres, Borsa Italiana, qui génère la moitié des revenus du groupe, MTS, principal marché européen de titres à revenu fixe, et Turquoise, qui offre une plate-forme européenne et américaine d'opérations sur actions.

Selon la description donnée par Xavier Rolet, chef de la direction de LSEG, les quinze dernières années ont été marquées par l'exploitation couronnée de succès d'un marché d'actions de sociétés à faible et moyenne capitalisation ainsi que des deux seuls marchés électroniques de titres à revenu fixe de l'Europe destinés aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux investisseurs de détail. Il a été souligné que tant le Groupe TMX que le LSE Group fournissent des services aux PME. Les forces opérationnelles de London Stock Exchange Group, a-t-on dit, résident dans le fait que le groupe soit propriétaire du plus important marché électronique pour l'émission d'obligations gouvernementales ainsi que de la troisième plus grande entité de compensation et de règlement de la zone euro.

À la question lui demandant de décrire les faiblesses les plus importantes du groupe, M. Rolet a indiqué le besoin de faire croître l'entreprise naissante des dérivés, qui occupe actuellement le troisième rang en Europe. Il a souligné que les unités des dérivés des deux groupes seraient regroupées et que l'unité issue du regroupement aurait son siège social à Montréal afin de faciliter la croissance. M. Rolet a également fait remarquer que le LSE Group, contrairement aux autres bourses nord-américaines, n'avait pas encore réduit ses coûts unitaires.

### **Contexte de la transaction proposée**

Le chef de la direction du Groupe TMX a dit au Comité que « le groupe n'exerçait pas ses activités en vase clos, à l'écart des événements qui se produisent dans le monde ». Plus précisément, nous avons appris que la transaction proposée a été annoncée dans le contexte des tendances mondiales, notamment la fusion de grandes bourses, la concurrence accrue des systèmes de négociation parallèles et l'évolution des technologies de négociation.

#### ***Regroupement***

Les promoteurs du regroupement affirment que c'est là une réponse nécessaire aux pressions concurrentielles. L'avantage principal des fusions, selon eux, est la

réalisation d'économies d'échelle découlant de la combinaison des investissements en technologie et des revenus tirés des inscriptions. Nous avons appris que cinq regroupements d'exploitants de marchés boursiers avaient été proposés dans le monde et que des exploitants de chambres de compensation envisageaient également de se regrouper.

L'ancien chef de la direction de TSX Inc. a rappelé que la plus ancienne bourse du monde, Amsterdam, qui avait été inaugurée en 1602, a convenu au début du XXI<sup>e</sup> siècle d'une fusion avec les bourses de Bruxelles et de Paris pour former Euronext. Avant cette entente, les bourses de Vancouver et de Calgary avaient convenu d'une fusion en 1999 et ont fusionné par la suite avec TSX Inc. Il a été souligné que la fusion des bourses canadiennes avait soulevé la crainte que l'Ouest du Canada perde sa place dans un marché financier canadien unifié, mais elle s'est révélée sans fondement. Un témoin a fait observer qu'une crainte semblable a été soulevée en rapport avec la transaction qui est à l'étude devant le Comité.

Les témoins divergeaient d'opinion quant au caractère inévitable du regroupement des bourses. Certains ont dit que le besoin de liquidité et de profondeur obligerait les bourses à se regrouper. Ceux qui considéraient que ces regroupements étaient inévitables (« même la puissante Bourse de New York ») recommandaient que les décideurs concentrent leurs efforts sur la prise de mesures visant à garantir des emplois bien rémunérés pour le personnel des multinationales étrangères au Canada.

Un témoin a dit au Comité que s'il n'aimait pas la proposition de fusion actuelle, la prochaine lui semblerait encore moins intéressante. La prochaine proposition pourrait impliquer la Bourse de New York ou le NASDAQ et donner lieu à une prise de contrôle plutôt qu'à une fusion entre égaux. Ce témoin a recommandé de mener rapidement à bien la transaction pour faire en sorte que le groupe issu de la fusion devienne un concurrent ayant encore plus de poids.

Les membres du Comité s'interrogeaient sur les raisons pour lesquelles les banques canadiennes étaient divisées dans ce dossier. La Banque Royale et la BMO sont des conseillères dans la transaction et ont manifesté leur appui. Valeurs Mobilières TD, Banque Nationale Groupe financier et la Banque de Commerce désapprouvent la proposition.

Valeurs Mobilières TD et Banque nationale Groupe financier soutiennent que Toronto serait bien positionnée aux termes des ententes actuelles pour livrer concurrence à l'échelle mondiale, et qu'elles ont accès aux bourses de New York et de Londres pour mobiliser des fonds. Elles critiquent la fusion proposée parce qu'elle ferait perdre la participation majoritaire, des emplois bien rémunérés et, éventuellement, le contrôle réglementaire.

Des témoins ont rappelé, non sans ironie, que les banques canadiennes avaient résisté à la crise financière mondiale grâce à une décision prise en 1998 qui leur interdisait de se regrouper. La justification des fusions proposées à ce moment leur semblait analogue à celle de la proposition à l'étude. Certains se demandaient

si des éléments de la transition proposée nuiraient à la capacité du Canada de résister à la prochaine récession mondiale. Le chef de la direction Tom Kloet a indiqué que la conformité au modèle réglementaire du Canada offrirait une protection.

Allant à contre-courant de la tendance aux fusions, la Bourse de Hong Kong a conservé sa situation de monopole. Forte d'une capitalisation boursière d'environ 23 milliards de dollars (par rapport à 3 milliards pour la Bourse de Toronto), la Bourse de Hong Kong est considérée comme un atout stratégique pour le développement des marchés locaux.

### *Systèmes de négociation parallèles*

Le Comité a appris que si la Bourse de Toronto fonctionnait auparavant comme un monopole, ce n'était plus le cas et le Groupe TMX détenait au 31 décembre 2010 environ 72,6 % du marché de négociation canadien par volume. Le Canada compte actuellement neuf plates-formes de négociation, dont trois bourses d'actions qui se font concurrence sur le plan de la rapidité d'exécution et des prix. Bref, les bourses conventionnelles ne sont plus des monopoles.

Nous avons également appris que les bourses sont confrontées à une forte concurrence de la part des systèmes de négociation parallèles (SNP) qui détiennent des permis pour exercer leurs activités dans des plates-formes que certains décrivent comme faiblement réglementées. Les SNP peuvent offrir leurs services à faible coût grâce aux améliorations technologiques, ce qui a obligé les bourses conventionnelles à réduire leurs droits. Le Groupe Alpha, qui exerce ses activités au Canada depuis deux ans, s'est emparé de près du tiers du volume de négociation des valeurs mobilières inscrites à la Bourse de Toronto.

### *Technologies de négociation*

Il est ressorti clairement des audiences que la technologie joue un rôle de premier plan dans l'évolution des marchés boursiers. Comme l'a affirmé l'ancien chef de la direction de la Bourse de Toronto :

La négociation électronique a peut-être entraîné la fermeture de tous les parquets de négociation emblématiques dans le monde, mais elle a aussi créé la possibilité de croissance que tout le monde prévoyait. Ce n'était qu'une question de temps. Enfin, la situation géographique n'était plus un obstacle à l'expansion.

John Manley, président et chef de la direction du Conseil canadien des chefs d'entreprise, a décrit la technologie comme un moteur de mondialisation, qui internationalise la vente et l'achat de valeurs mobilières et permet aux investisseurs d'acheter et vendre des titres 24 heures sur 24 sans se préoccuper des frontières. Il a déclaré que la prestation de services internationaux était devenue un élément de concurrence.

## QUESTIONS DE GOUVERNANCE ET DE CONTRÔLE

La gouvernance, le contrôle et la réglementation sont les thèmes qui ont été abordés le plus souvent au cours des audiences (nous en discutons dans la prochaine section).

### Modèle de gouvernance

D'après la description donnée par le Groupe TMX et le LSE Group, le modèle de gouvernance garantira que les bourses canadiennes continuent d'être dirigées et gérées par des Canadiens. De plus, les Canadiens occuperont des postes de direction dans la société mère.

En rapport avec les bourses, le Comité a appris l'existence des engagements suivants, qui seraient donnés à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et aux autres organismes de réglementation canadiens des valeurs mobilières et dont ils pourraient exiger le respect. D'après le Groupe TMX et le LSE Group :

- Au moins 50 % des administrateurs et des membres de chacun des comités du conseil d'administration du Groupe TMX, de la Bourse de Toronto, de la Bourse de croissance TSX, de la Bourse de Montréal et de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés seront des résidents du Canada et seront des membres indépendants.
- Le siège social et le bureau de direction du Groupe TMX et de la Bourse de Toronto seront à Toronto.
- Le chef de la direction du Groupe TMX et celui de la Bourse de Toronto seront à Toronto.

En rapport avec la société mère, le Comité a appris que les engagements suivants seront donnés au gouvernement fédéral en vertu de la *Loi sur Investissement Canada*, jusqu'au quatrième anniversaire suivant la conclusion de la transaction. Ces engagements comprennent ce qui suit :

- Toronto sera le siège mondial conjoint avec Londres du groupe issu de la fusion.
- Sept résidents canadiens siégeront au conseil d'administration (contre cinq pour le Royaume-Uni et trois pour l'Italie), soit le plus grand groupe d'un même pays au conseil.
- Le président du conseil sera un résident canadien. Les administrateurs canadiens auront une représentation proportionnelle au sein de tous les comités du conseil.
- Le président sera en poste à Toronto et toutes les unités d'exploitation mondiales relèveront de sa compétence. Le chef de la direction sera en

poste à Toronto et sera responsable de la fonction financière mondiale dont le siège sera à Toronto.

- L'unité d'exploitation mondiale des marchés primaires (responsable des inscriptions) aura son siège à Toronto et sera dirigée par un cadre supérieur en poste à Toronto, ce qui garantira que la lutte concurrentielle pour attirer les inscriptions et les conserver est menée à partir de Toronto.
- L'unité d'exploitation mondiale des dérivés aura son siège à Montréal et sera dirigée par un cadre supérieur en poste à Montréal.
- L'unité d'exploitation mondiale liée à l'énergie aura son siège à Calgary et sera dirigée par un cadre supérieur en poste à Calgary.

### **Disposition de réexamen**

Des témoins se sont dits préoccupés par une disposition de l'entente de fusion qui prévoit que la représentation canadienne au sein du nouveau conseil pourrait être ramenée de sept administrateurs à un minimum de trois au bout de quatre ans.

Le Comité a appris que cette disposition pourrait éventuellement réduire l'influence canadienne dans le groupe issu de la fusion, en particulier s'il s'élargit. Comme le Groupe TMX est considéré comme une infrastructure financière essentielle, il a été recommandé qu'il exerce un plus grand contrôle sur l'orientation stratégique qui sera fixée par le conseil et les dirigeants du groupe issu de la fusion.

Le doyen de la Rotman School of Business estimait qu'il était plus important que les législateurs aident à la création d'une structure qui permettrait au groupe issu de la fusion de prospérer. Dans l'intérêt du Canada, il faudrait en effet que le groupe issu de la fusion soit plus efficace que ses concurrents.

Il a aussi été recommandé que le Canada conserve son influence dans la société issue de la fusion quand d'autres regroupements se produiront, possiblement en maintenant une participation de 30 %, et que le Groupe TMX et ses parties prenantes signent un protocole d'entente qui stipulerait que les Canadiens continueraient de détenir un certain pourcentage de sièges au conseil et un certain pourcentage des postes de direction.

### **Fusion entre égaux?**

Des témoins n'étaient pas convaincus que la proposition était une fusion entre égaux, compte tenu de la participation minoritaire du Groupe TMX (45 % du groupe issu de la fusion) et de sa position minoritaire au conseil.

En revanche, le chef de la direction de la Bourse nationale canadienne considérait la proposition comme une fusion entre égaux, mais en a donné sa propre interprétation. Il a affirmé que les deux groupes étaient actuellement des bourses importantes confrontées aux menaces de la concurrence et dont les possibilités d'expansion et de diversification étaient rares. Les deux devaient rationaliser leurs



coûts, améliorer leur technologie et mettre l'accent sur la diversification au lieu de se concentrer sur le marché des actions au comptant.

L'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières a fait part au Comité des conditions négociées dans la fusion des bourses de Singapour et de l'Australie, à savoir un nombre égal d'administrateurs, l'engagement de maintenir des activités, des biens et du personnel clé en Australie, qui était le partenaire de plus petite taille, et l'engagement d'investir dans le développement et l'implantation de nouveaux produits et services dans les deux pays. Il a été recommandé de s'inspirer de ces conditions comme modèle.

## **QUESTIONS DE RÉGLEMENTATION**

Même si les témoins divergeaient d'opinion quant à la solidité de l'analyse de rentabilisation de la transaction du Groupe TMX et du LSE Group, ils s'entendaient pour dire qu'il fallait apporter des précisions en rapport avec les questions de réglementation. Nous discutons ci-dessous des principales questions soulevées dans ce domaine au cours des audiences.

### **Société de portefeuille mère**

On ne sait pas vraiment de quelle façon la société de portefeuille mère serait réglementée. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a informé le Comité que la société de portefeuille mère serait réglementée par la Financial Services Authority (FSA) au Royaume-Uni.

Nous avons reçu une recommandation voulant que des renseignements soient fournis sur le modèle de réglementation qui régirait l'entité issue de la fusion et sur le mode de coordination des règles canadiennes et britanniques.

Plusieurs témoins ont fait remarquer qu'un élément qui avait été absent des discussions jusqu'à maintenant était le fait que la Bourse de Toronto est elle-même un organisme d'autoréglementation qui établit des règles régissant la façon dont les actions sont négociées et quelles entreprises peuvent s'inscrire à la cote. Un témoin a laissé entendre que la Bourse de Toronto, après la fusion, relèverait du groupe issu de la fusion à Londres et qu'un point de vue moins favorable outre-mer pourrait mettre en péril son rôle en matière de réglementation.

Il a été proposé que l'entente de fusion stipule que les entreprises canadiennes, dans l'avenir prévisible, auraient accès de manière efficiente au financement par actions, à l'image de ce qui a été proposé dans l'entente entre l'Australie et Singapour. Il a également été souligné que la CVMO devrait conserver son pouvoir de protéger les investisseurs.

## **Cadre minimal**

Le terme « light touch » (cadre minimal) a été employé pour décrire l'environnement réglementaire au Royaume-Uni. Des témoins ont dit au Comité que cette situation pourrait mener à la migration d'émetteurs vers Londres, surtout vers le marché de croissance AIM. M. Rolet, président du conseil de LSEG, s'est dit en désaccord avec cette description en faisant remarquer que la surveillance est plutôt rigoureuse à Londres. Si ce n'était pas le cas, a-t-il dit, les sociétés seraient déjà attirées vers Londres.

Même si la société issue de la fusion sera assujettie à la réglementation du Canada et du Royaume-Uni, certains prédisent qu'il y aura une harmonisation inévitable de la réglementation, en faveur éventuellement de la réglementation la moins contraignante.

Le doyen de la Rotman School of Business était d'avis contraire. Il a déclaré au Comité que le marché AIM n'était pas une grande préoccupation, en partie parce qu'il n'a pas obtenu de succès. Les études montrent que les sociétés ont intérêt à s'inscrire à la cote d'une bourse rigoureusement réglementée.

## **Assurances données par le Groupe TMX et le LSE Group**

Les représentants des groupes TMX et LSE nous ont donné l'assurance que le cadre réglementaire est une pierre angulaire de l'entente. La réglementation et la surveillance nationales exclusives des bourses, des chambres de compensation et des émetteurs canadiens seront maintenues. Bref, le statu quo réglementaire sera préservé. Plus particulièrement :

- La transaction modifierait la propriété des sociétés mères des bourses, mais elle ne fusionne pas les bourses.
- La réglementation des bourses canadiennes ne change pas, exception faite de l'ajout de protections pour tenir compte de la nouvelle société mère.
- Le Groupe TMX, la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX (TSXV), la Natural Gas Exchange, la Bourse de Montréal et la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés continueraient d'avoir leur siège au Canada. Elles seraient gérées et réglementées localement par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario; l'organisme de réglementation du Québec, l'Autorité des marchés financiers (AMF); et la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique.
- Les sociétés demeureraient inscrites à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX et les bourses continueraient d'exercer leurs activités sous leurs noms de marque.
- Les normes et les règles relatives aux inscriptions à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX continueraient d'être élaborées au Canada et demeureraient assujetties à l'approbation des organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières.

- La CVMO et l'AMF auraient des droits d'approbation à l'égard de toute transaction future entraînant un changement dans le contrôle de la nouvelle société de portefeuille.
- La CVMO continuerait de veiller à l'intérêt public quant à la façon dont la Bourse de Toronto exerce ses activités et elle conserverait le pouvoir de revoir ou révoquer en tout temps son ordonnance de reconnaissance.

## **IMPACT SUR LES EMPLOIS**

Les témoins divergeaient d'opinion quant à l'impact prévu de la fusion proposée sur les emplois en Ontario.

Valeurs Mobilières TD et Banque Nationale Groupe financier entrevoyaient une migration éventuelle des emplois vers Londres. Les deux institutions s'attendaient à ce que des aspects de l'entreprise des dérivés demeurent au Canada, du moins au départ, mais il n'y avait aucune garantie à long terme, ont-elles dit. Elles craignaient tout particulièrement que Londres devienne le centre mondial pour les solutions technologiques, ce qui signifiait la perte éventuelle d'emplois très bien rémunérés dans le domaine de la technologie. Les témoins ont aussi laissé entendre qu'il pourrait y avoir une migration éventuelle des inscriptions vers LSEG. Cette migration, a-t-on indiqué, pourrait entraîner une perte de sièges sociaux au Canada tant dans le secteur des ressources que dans le secteur financier.

Disant craindre que certains employés du secteur financier aboutissent à Londres, d'autres témoins ont recommandé l'intégration de mesures de protection dans la proposition afin de protéger l'intérêt de l'Ontario.

D'un avis contraire, le Groupe TMX a soutenu que la mobilisation plus efficace des capitaux ferait en sorte que les employés de l'Ontario seraient plus compétitifs. De plus, la structure réglementaire et les engagements pris assureraient la protection de ces employés.

Le chef de la direction du Groupe TMX prédit que la notoriété accrue de la marque de la bourse et l'amélioration des capacités financières découlant de la fusion attireront de nouvelles inscriptions à Toronto. L'augmentation du nombre de sociétés inscrites favorisera la demande de services d'autres professionnels tels que les avocats, les comptables, les analystes, les consultants, les placeurs et les géologues.

## **LE SECTEUR MINIER**

De nombreux participants ont parlé de la réputation mondiale du Canada dans le secteur minier. Le Comité a appris que 80 % des opérations sur titres miniers dans le monde au cours des cinq dernières années ont été traitées par la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX.

Parmi les risques que la fusion pourrait entraîner pour le secteur minier et dont il a été question au cours des audiences, mentionnons les incertitudes quant à la façon dont évoluera l'entité issue de la fusion et son impact sur l'accès aux inscriptions et aux capitaux. Il a été recommandé de donner l'assurance que les services existants seront maintenus et améliorés.

Le chef de la direction du Groupe TMX a affirmé que l'accès à un plus grand bassin de capitaux améliorerait la mobilisation de fonds et la visibilité des sociétés minières dans les marchés internationaux. Un dirigeant enthousiaste du secteur minier s'est dit tout à fait d'accord avec cette évaluation en déclarant que la proposition était la meilleure chose qui soit arrivée au secteur des petites sociétés minières. En revanche, le président de l'Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs ne voyait pas la nécessité de la fusion proposée.

## **LE MARCHÉ DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES**

Du point de vue de la statistique, les petites et moyennes entreprises sont la plus grande composante de l'économie de l'Ontario et représentent le plus grand nombre de titres inscrits du Groupe TMX. On nous a dit que 500 entreprises qui avaient fait leurs débuts à la Bourse de croissance TSX étaient passées au marché des titres à grande capitalisation (la Bourse de Toronto).

Le Groupe TMX a soutenu qu'il y aurait des avantages pour les petites entreprises à la suite de la fusion, notamment un plus grand bassin de capitaux, la plus vaste base d'émetteurs dans le monde et des droits compétitifs à l'échelle mondiale.

Certains témoins ont prédit que l'accès des micro-entreprises aux capitaux serait en fait moindre après la fusion et que Toronto deviendrait dans les faits un petit poisson dans un bassin plus grand. Un témoin a souligné que la majorité des sociétés inscrites à la Bourse de Toronto ont une capitalisation boursière inférieure à 250 millions de dollars et que la plupart des investisseurs mondiaux n'y prêteront donc pas attention.

Des témoins ont également dit au Comité que l'expérience du Nord de l'Ontario en rapport avec les prises de contrôle par des multinationales est mitigée. On s'inquiète particulièrement du fait que malgré les assurances données, les avantages proposés des prises de contrôle ne se concrétisent pas toujours. Des témoins ont également fait remarquer qu'il ne semble pas y avoir de recours quand des investisseurs étrangers renient les engagements qu'ils ont pris envers nos gouvernements.

Un groupe a discuté de l'importance des prises de contrôle inversées : il s'agit d'un outil important pour les petites entreprises qui veulent obtenir l'accès aux marchés publics. À l'heure actuelle, les décisions en ce sens sont prises par la Bourse de Toronto. On craint que l'intérêt des sociétés canadiennes puisse être laissé de côté si ces décisions étaient dorénavant prises à l'étranger.

## **AUTRES OCCASIONS ET RISQUES ASSOCIÉS À LA FUSION PROPOSÉE**

### **Occasions**

#### *Le groupe issu de la fusion comme leader mondial*

D'après le Groupe TMX, le groupe issu de la fusion se classera au premier rang mondial pour le nombre de sociétés inscrites, le nombre d'inscriptions dans les secteurs des ressources naturelles, des mines, de l'énergie, des technologies propres et des PME, les inscriptions de sociétés émergentes internationales, la négociation d'actions au comptant en Europe et la négociation d'actions au comptant et de dérivés et leur compensation au Canada.

Poursuivant sur ce thème, le chef de la direction de LSEG a parlé de l'importance de contribuer à la santé financière du Canada :

En fait, la prospérité du Canada de même que la croissance et la réussite futures du Groupe TMX sont essentielles au succès à long terme du groupe issu de la fusion. Il est dans notre intérêt collectif que toutes les parties concernées bénéficient de cette fusion et que nous en tirions tous des avantages.

À cet égard, il a été suggéré que la vaste division du développement des affaires de la Bourse de Londres augmenterait la visibilité du Canada dans le monde entier, ce qui attirerait au pays de nouveaux émetteurs internationaux qui s'ajouteraient aux 300 sociétés mondiales inscrites aux bourses de Toronto. Une banque en faveur de la proposition était d'accord pour dire que la transaction stimulerait les inscriptions, ce qui accroîtrait les activités de négociation et de financement d'entreprises et, au bout du compte, la création d'emplois et les investissements.

#### *Interdistribution et interinscription*

Le chef de la direction de LSEG a énuméré les occasions conjointes qui émergeraient, selon lui, de la transaction proposée. Il s'agissait notamment de l'interdistribution de services d'information, de nouveaux produits indiciels, du développement de services de post-négociation et de la mise en commun de la connaissance des marchés à revenu fixe pour renforcer les secteurs d'activités actuels.

La plupart des témoins ont dit douter que l'interinscription se concrétise, car les pays voudront conserver la souveraineté des produits vendus à l'intérieur de leurs frontières. Par ailleurs, d'après les enseignements tirés d'autres fusions, l'interinscription à Londres susciterait peu d'intérêt et ne permettrait pas de réaliser véritablement des économies. Par exemple, depuis la fusion de la Bourse de New York et d'Euronext, sur les 4 500 sociétés que comptent collectivement ces deux marchés, seulement 9 se sont inscrites également à l'autre marché.

Il a été recommandé que les organismes de réglementation canadiens et britanniques procèdent rapidement à un examen des avantages de la reconnaissance réciproque des critères d'inscription et qu'ils prennent ensuite des mesures concrètes pour réaliser ces avantages.

### *Accès à de nouveaux bassins de capitaux (liquidité)*

Les promoteurs de la fusion s'attendent à ce qu'il y ait de nouveaux émetteurs en Ontario, surtout dans le secteur des ressources. Ils entrevoient un accès continu à de nouveaux bassins de capitaux en Europe et partout dans le monde.

Le président du Conseil canadien des chefs d'entreprise s'est dit d'accord en principe avec le regroupement des marchés, car cela (en théorie) devrait améliorer l'accès aux capitaux et en réduire les coûts pour les sociétés inscrites. Il existe également la possibilité de réduire les coûts de transaction. D'autres témoins abondaient dans ce sens en ajoutant qu'une plus grande liquidité est synonyme d'un marché plus efficace et que cela donnerait lieu à une évaluation plus exacte des titres.

D'autres témoins contestaient la notion d'un plus grand accès aux bassins de capitaux en Europe. Un témoin a dit au Comité que les entreprises dont la capitalisation boursière se compte en milliards de dollars connaissent l'importance de mobiliser des capitaux dans leur pays : « elles savent parfaitement qu'on ne peut pas attirer la sympathie d'un marché étranger ». Un autre témoin a qualifié de « miroir aux alouettes » la notion d'un plus grand accès aux capitaux.

Le Comité a aussi appris que les États-Unis sont depuis toujours une destination privilégiée pour les inscriptions à l'étranger. L'accès à ce marché est facilité par le régime d'information multinational (RIM) : un accord négocié par les organismes de réglementation canadiens avec leurs homologues américains. Un témoin a recommandé d'inclure un régime de ce genre dans le cadre de la fusion proposée.

En dernier lieu, on a attiré l'attention du Comité sur le fait que les entreprises canadiennes ont déjà la possibilité de s'inscrire à la Bourse de Londres; toutefois, seulement 17 y sont inscrites et 85 % de la négociation des titres de ces 17 sociétés s'effectue à la Bourse de Toronto. La conclusion inévitable, a-t-on laissé entendre, est que la fusion proposée est inutile puisque les investisseurs mondiaux viennent déjà au Canada pour financer des entreprises canadiennes par l'intermédiaire des bourses du Groupe TMX.

### *Économies d'échelle*

D'après les promoteurs de la fusion, les économies d'échelle constituent en général le catalyseur des fusions. Plus particulièrement, un plan soigneusement exécuté permettrait, selon eux, de réaliser des économies dans les domaines suivants :

- une structure de tarification concurrentielle découlant de l'augmentation du nombre d'inscriptions;

- le développement conjoint de produits et services qu'utilisent ensuite en commun les investisseurs et les opérateurs de marché;
- le regroupement des investissements dans la technologie pour réduire les coûts et faciliter les mises à niveau.

D'autres témoins sont demeurés sceptiques devant les prévisions d'une efficacité accrue. Ils ont formulé plusieurs recommandations en rapport avec la possibilité que la fusion proposée n'entraîne pas d'économies d'échelle. Ils ont recommandé notamment ce qui suit :

- Les organismes de réglementation canadiens devraient imposer des restrictions réglementaires à la tarification des services d'information boursière, à l'image de ce que la Securities and Exchange Commission a fait aux États-Unis.
- Un plan d'intervention devrait être présenté en cas de rationalisation des structures et du processus décisionnel.
- La Bourse de Toronto devrait rédiger un protocole d'entente avec ses parties prenantes (les entreprises, les organismes de réglementation et le gouvernement provincial) qui garantirait que le coût d'inscription à la Bourse de Toronto diminuera au cours des cinq premières années suivant la fusion et que la Bourse de Toronto continuera de consacrer un montant précis à la promotion des activités qu'elle soutient dans la collectivité.
- En ce qui a trait à la technologie, dite essentielle au succès de la fusion, il a été recommandé que les groupes TMX et LSE fournissent une évaluation détaillée de la planification et de l'effet probable des modifications proposées de la technologie, y compris de la possibilité d'une augmentation des coûts pour les clients. Les groupes devraient par ailleurs préciser où seront situés les centres clés pour la technologie.

## **Risques éventuels**

Si les groupes TMX et LSE estiment que le risque principal de cette transaction réside dans leur capacité d'exécuter les plans comme entité issue de la fusion et d'assurer une intégration et une interdistribution efficaces, d'autres témoins ont fait part de plusieurs autres préoccupations.

### *Fusions ultérieures*

Si la fusion proposée se concrétise, de nombreux témoins croient qu'il est fort probable que l'entité issue de la fusion ne mettrait pas de temps à chercher d'autres occasions d'élargir de nouveau ses activités.

Certains témoins s'inquiétaient des répercussions que pourraient avoir des fusions ultérieures sur l'entente de fusion proposée aujourd'hui : est-ce que tout serait négociable? D'autres étaient préoccupés par l'absence d'un plan stratégique pour des acquisitions ultérieures et se demandaient si l'Ontario pourrait exercer une influence compte tenu de sa participation minoritaire.

Un participant a conclu que bien qu'il soit impossible de prévoir ce qui se produira dans 10 ou 20 ans, la Bourse de Londres pourrait être en mesure d'offrir des conditions de faveur pour garantir que les fusions ultérieures profitent aux Canada.

Le doyen de la Rotman School of Business a dit au Comité que tous les pays du monde croient qu'ils sont les seuls que le reste du monde vide de leurs ressources. Alors que « tout le monde craint le changement, a-t-il ajouté, pour moi, tout est une question d'évolution ».

En dernier lieu, on nous a rappelé que s'il se produisait un changement de contrôle dans l'entité issue de la fusion, l'entente de fusion proposée prévoit que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario doit donner son approbation.

### *Le centre de gravité*

Certains témoins prédisent, aux termes de l'entente de fusion proposée, que le « centre de gravité » serait dorénavant à Londres. Ce changement est tout à fait probable, dit-on, parce que la fusion proposée n'est que le premier pas dans la construction d'un réseau beaucoup plus vaste qui couvrira l'Asie et d'autres régions.

Pour remédier à cette préoccupation, il a été recommandé que des mesures de protection nationales soient mises en place pour empêcher qu'une plus grande harmonisation des marchés et une plus grande concurrence de la part de l'étranger entraînent une migration des débouchés et des emplois canadiens vers un endroit plus propice.

D'autres ont soutenu que l'avenir de Toronto comme centre financier mondial reposait, au bout du compte, sur le fait de continuer à renforcer notre réputation en matière de réglementation rigoureuse, de transparence, de bonne gouvernance et d'ouverture à la concurrence étrangère. En réponse à une question du Comité, un témoin a dit que si les activités boursières dérivées vers Londres, la CVMO avait la responsabilité d'intervenir.

### *Risque systémique*

Certains témoins entrevoient des risques associés à la structure de la société de portefeuille mère et la possibilité que ses décisions stratégiques puissent entraîner une érosion des fonds du Groupe TMX.

Ceux qui ont des doutes quant à la transaction proposée ont prié le Comité d'évaluer les conséquences de la fusion des marchés des actions, des dérivés et des marchandises. L'association permanente de nos marchés avec ceux de l'Europe, a-t-on soutenu, est un enjeu considérable qui doit être étudié de façon approfondie. Un risque systémique pourrait découler de la mise en commun des investissements (notamment les dérivés), du partage des investisseurs, de la faillite d'une entreprise financière importante ou d'une crise de la dette souveraine. Une faillite majeure ou une crise financière importante en Europe



pourrait se répercuter plus facilement au Canada et sur nos marchés financiers dans le cas d'une bourse fusionnée.

En revanche, le doyen de la Rotman School of Business a émis le point de vue suivant sur les aspects positifs des investissements étrangers :

La plupart des mythes à propos du siège canadien des multinationales étrangères sont tout à fait erronés, et gravement en plus. Ils donnent autant aux organismes de bienfaisance, ils emploient autant de conseillers professionnels, ils paient des salaires plus élevés, ils font davantage de R et D, ils sont un atout pour le Canada. Si nous avons des transactions commerciales qui présentent de l'intérêt, c'est uniquement parce que le monde a adopté le cadre conceptuel de la réciprocité pour le commerce des marchandises et des services.

## **RECOMMANDATIONS DU COMITÉ**

Comme nous l'avons indiqué dans notre introduction, le Comité spécial n'a pas le pouvoir d'imposer son point de vue dans ce dossier. Nous espérons que les promoteurs de la transaction prendront nos recommandations en compte avant de demander les approbations nécessaires et que les organismes de réglementation et les gouvernements feront de même dans le cadre de leurs processus d'examen et d'approbation.

Après avoir examiné soigneusement tous les témoignages ainsi que les observations reçues par écrit, le Comité formule les recommandations suivantes :

### **Structure du conseil d'administration**

1. Dans un communiqué conjoint publié le 9 février 2011, le London Stock Exchange Group et le Groupe TMX ont annoncé qu'ils unissaient leurs forces dans ce qu'ils ont décrit comme une « fusion entre égaux ». Le Comité recommande, par conséquent, qu'il y ait une représentation égale au conseil d'administration de l'entité issue de la fusion, à savoir que le nombre d'administrateurs qui sont des résidents du Canada soit équivalent au nombre d'administrateurs qui sont des résidents du Royaume-Uni/de l'Italie, sans limite de temps, et que cette disposition figure par écrit dans l'entente conclue entre le Groupe TMX et le London Stock Exchange Group (l'« entente »).
2. Le Comité recommande que les actionnaires du Groupe TMX ne soient pas empêchés de détenir une majorité d'actions du LSE Group et que ceci figure par écrit dans l'entente.

### **Rôle des organismes de réglementation**

3. Le Comité reconnaît le rôle essentiel que remplit la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en examinant et en approuvant les aspects réglementaires de la transaction proposée ainsi que les fusions ultérieures, le cas échéant. La Commission a dit au Comité que le processus des ordonnances de reconnaissance établit un cadre formel accompagné de critères qui lui serviront de guide pour déterminer si la transaction proposée sert l'intérêt du public, et déterminer également les conditions auxquelles doit satisfaire la transaction pour qu'elle l'approuve. Le Comité recommande que les conditions de toute approbation donnée par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario soient incorporées dans l'entente.
4. Le Comité recommande que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario rende publiques les conclusions de son examen. Dans le cadre de son examen, la Commission devrait tenir compte des questions stratégiques et réglementaires qui pourraient surgir en rapport avec la fusion.
5. Le Comité souhaite mettre en relief l'importance qu'il accorde à la surveillance réglementaire des activités futures du Groupe TMX dans l'entité

issue de la fusion et recommande, par conséquent, qu'il n'y ait aucune diminution du rôle de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Plus précisément,

- Le Groupe TMX devrait continuer d'être assujéti aux lois canadiennes, en particulier les ordonnances de reconnaissance de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et des autres organismes de réglementation provinciaux.
  - La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et les autres organismes de réglementation provinciaux devraient continuer de superviser les changements fondamentaux apportés aux entreprises du Groupe TMX, y compris tout changement de propriété.
  - L'entente devrait garantir l'autonomie de toute entreprise du Groupe TMX dans les domaines où elle exerce un rôle réglementaire de fait, comme le rôle de la Bourse de Toronto.
6. Le Comité recommande que l'entente contienne un engagement selon lequel les bourses du Groupe TMX continuent de répondre aux besoins des marchés financiers canadiens, notamment l'accès aux capitaux, des droits concurrentiels, différents types d'inscriptions, l'exécution des ordres, l'information boursière et les produits indiciels ainsi que la compensation et le règlement des dérivés.

### **Prise de décision stratégique**

7. Le Comité recommande qu'un engagement soit prévu dans l'entente selon lequel le développement et l'implantation de technologies, de produits et de services nouveaux s'effectueront au Canada et au Royaume-Uni et profiteront aux deux pays.

### **Impact sur les emplois en Ontario et au Canada**

8. Le Comité recommande que l'entente contienne un engagement irrévocable selon lequel les opérations, les biens et le personnel clé du Groupe TMX et de ses entreprises demeureront au Canada. Ceci comprendrait les inscriptions, l'exécution des ordres, les activités de compensation et de règlement ainsi que l'expertise en droit et en comptabilité.

### **Impact sur le secteur minier**

9. Le Comité estime qu'il est essentiel que les promoteurs de la transaction s'engagent fermement à préserver le rôle du Groupe TMX comme leader mondial du financement par actions pour le secteur minier. Il recommande, par conséquent, que ces engagements soient prévus dans l'entente et/ou donnés à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Les engagements porteraient, au minimum, sur les éléments suivants :

- des mesures pour éviter toute réduction des normes de la réglementation canadienne;
- la nécessité d'améliorer continuellement les services fournis par le Groupe TMX au secteur minier.

Point également important, le Comité recommande que le respect de ces engagements fasse l'objet d'un contrôle régulier par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et qu'elle prenne les mesures voulues pour les faire respecter.

**ANNEXE A**

**MANDAT**



## **COMITÉ SPÉCIAL SUR LA TRANSACTION PROPOSÉE ENTRE LE GROUPE TMX ET LE LONDON STOCK EXCHANGE GROUP**

Qu'un Comité spécial sur la transaction proposée entre le Groupe TMX et le London Stock Exchange Group soit mis sur pied pour examiner et présenter ses observations et recommandations concernant l'impact et l'avantage net du Canada, y compris l'Ontario, son économie et sa population, le secteur des services financiers de Toronto et le secteur minier du Nord de l'Ontario.

Afin de formuler ses recommandations, le Comité :

- a. invitera les deux parties à la transaction à comparaître, en particulier : le Groupe TMX et le London Stock Exchange;
- b. à partir du 10 mars 2011, tiendra pendant au moins deux jours, mais pas plus de quatre jours, des audiences publiques à Toronto et permettra la participation de tout l'Ontario et du Canada via une cyberconférence, une téléconférence ou une vidéoconférence et des présentations écrites qui devront être soumises avant le 10 mars 2011;
- c. examinera le rôle du Groupe TMX sur les marchés financiers d'aujourd'hui et l'évolution possible de ce dernier;
- d. envisagera l'émergence dans le monde de la consolidation entre les bourses et les résultats et les incidences de ces regroupements;
- e. identifiera le rôle joué par le secteur financier de l'Ontario dans l'opération proposée, y compris la gestion, la réglementation, la direction, la localisation des activités, l'inscription des titres, la compensation et le développement de logiciels;
- f. évaluera l'impact à court et à long terme de la transaction envisagée sur le nombre et la qualité des emplois en Ontario;
- g. examinera l'impact de la transaction envisagée sur les investissements futurs en Ontario, y compris le secteur minier;
- h. examinera la possibilité que la transaction envisagée renforce le rôle de l'Ontario en tant que centre de services financiers et tiendra compte des risques potentiels.

Que le Comité présente ou, si la Chambre ne siège pas, publie en déposant auprès de la greffière de la Chambre, son rapport final à l'Assemblée d'ici le 7 avril 2011;

Que le comité ait le pouvoir de se réunir à Queen's Park le 2 mars 2011 de midi à 15 h et de 16 h à 18 h, le 3 mars de 9 h à 10 h 15 et de 14 h à 18 h, le 9 mars de midi à 15 h et de 16 h à 18 h et le 10 mars de 9 h à 10 h 15 et de 14 h à 18 h, de convoquer des personnes, des documents et des choses; d'employer des conseillers juridiques et du personnel, et, selon ce que le Comité jugera pertinent à son mandat, de commander des rapports, et

Que le Comité puisse se réunir à la convocation de la présidence pour la rédaction de rapports; et

Que le Comité puisse examiner toute autre question qu'il jugera pertinente à son mandat; et

Que le Comité soit composé des membres suivants : M. Phillips (président), M. Klees (vice-président), M. Arthurs, Mme Albanese, M. Brown, Mme Van Bommel, M. Zimmer, M. Shurman et M. Bisson.

*Adoptée le 23 février 2011*



**ANNEXE B**  
**OPINION DISSIDENTE**  
**DU**  
**MEMBRE NÉO-DÉMOCRATE DU COMITÉ**



# **RAPPORT MINORITAIRE DU NPD AU COMITÉ SPÉCIAL SUR LA TRANSACTION PROPOSÉE ENTRE LE GROUPE TMX ET LE LONDON STOCK EXCHANGE GROUP**

---

## **Introduction**

Les Néo-Démocrates ne souscrivent pas à l'opinion majoritaire du Comité. Ce rapport dissident présente notre point de vue.

En termes simples, la transaction proposée entre le Groupe TMX et le London Stock Exchange Group (LSE Group) est une acquisition plutôt qu'une fusion, et ce n'est pas la solution qui permettra de créer une Bourse canadienne durable à l'échelle mondiale.

Pour reprendre les propos de M. Ermanno Pascutto, fondateur et directeur exécutif de la Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs :

En ce qui concerne la question de savoir s'il s'agit d'une fusion ou d'une acquisition, je pense qu'il a été clairement établi qu'il s'agit d'une prise de contrôle du Groupe TMX par LSE Group. Nous ne voyons aucun avantage clair qu'aurait la fusion pour les marchés financiers canadiens ou pour Toronto comme centre financier.

Au fond, l'entité fusionnée transférera le processus décisionnel de Toronto à Londres. Ce changement substantiel fera du Canada une de trois autorités avec le Royaume-Uni et l'Italie et, plus il y aura de fusions, plus le Canada risque de voir son influence diminuer encore davantage.

Ce déplacement du centre de gravité du processus décisionnel hors du Canada présente un certain nombre de problèmes.

## **Problème 1 : Perte de contrôle de notre stratégie sur les marchés de capitaux**

### Structure globale

La CVMO et les organismes de réglementation des autres provinces continueront de jouer un rôle important dans la réglementation des Bourses canadiennes, mais ces Bourses relèveront en fin de compte de la société de portefeuille, laquelle sera réglementée par la Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni. Ceci est très important. Les Canadiens ne contrôleront pas la société de portefeuille, qui est l'organe directeur ultime, the Holdco, et qui sera principalement assujettie aux règlements de la FSA.

### Où les décisions stratégiques seront-elles prises?

Selon M. Bob Dorrance, président du conseil, chef de la direction et président de Valeurs Mobilières TD :

Il est très important – et je pense que c'est là que réside la différence – de comprendre que le Groupe TMX est un organisme d'auto réglementation. Cela lui permet d'établir les règles et de prendre les décisions qui dictent les modalités d'échange des valeurs mobilières au Canada, les sociétés dont les titres peuvent être inscrits à la cote de TSX Vancouver, le moment de la migration vers Toronto, la limite du financement, le nombre d'actions qui peuvent être émises, la légitimité du conseil d'administration - toutes ces règles qui sont au cœur du système financier mis en place par le Canada. Ces règles relèvent de la responsabilité de la Bourse de Toronto plutôt que des commissions de surveillance. La Bourse de Toronto va maintenant rendre compte au Groupe LSE-TSX, car c'est là que la gestion sera centralisée.

Ce qu'il faut retenir, c'est que les modalités de fonctionnement et d'évolution des marchés financiers canadiens seront désormais imposées plutôt que réglementées; les politiques seront établies au bureau du chef de la direction. Et ce bureau sera d'abord basé à Londres, qui est le centre de réglementation.

Si cette acquisition se concrétisait, la stratégie fondamentale du Canada sur les marchés financiers serait établie à Londres plutôt qu'à Toronto. Une fois la fusion opérée, les gouvernements de l'Ontario et du Canada ne pourront pas faire grand-chose pour redresser la situation.

Au fond, le débat qui entoure cette acquisition reflète l'importance d'une stratégie d'investissement qui a du sens, qui répond aux besoins des Canadiens et qui tient compte de ce que nous faisons dans notre propre pays.

### **Problème 2 : Accès au capital**

Les partisans de la transition soutiennent que les sociétés canadiennes qui s'inscrivent à la cote du LSE bénéficieront de l'accès à une plus grande réserve de capital. Mais, comme certains témoins l'ont indiqué au comité, les sociétés canadiennes ont déjà la possibilité de s'inscrire à la cote du LSE et, jusqu'ici, seulement quelques-unes l'ont fait. Les investisseurs internationaux viennent au Canada pour financer des sociétés canadiennes, et ils le font par l'entremise des Bourses TMX. Ils ne passent pas par le LSE pour financer des sociétés canadiennes.

Pourquoi? Là encore, il vaut la peine de citer M. Dorrance :

Le Groupe TMX est un volet très performant d'un système financier qui facilite l'investissement et l'accès au capital pour les sociétés canadiennes et internationales. Il a toujours été particulièrement bien placé pour répondre aux besoins des sociétés canadiennes. Il s'intègre à la dynamique du marché canadien et répond aux besoins des petites et moyennes entreprises.

### **Problème 3 : Financement des ressources**

De plus, le TMX est devenu la *première* Bourse de ressources au monde. Les sociétés internationales qui exploitent des ressources s'inscrivent déjà aux Bourses

TMX pour mobiliser des capitaux. Les investisseurs du monde entier fournissent ce financement aux sociétés, tant canadiennes qu'internationales. L'intégration à la Bourse de Londres n'offrirait aucun avantage supplémentaire et risquerait même de réduire notre rôle dans le financement des ressources à l'avenir.

Selon M. George Teichman de l'Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs :

Il ne faut pas oublier que le TSM est le plus grand marché canadien et notre phare commercial sur le monde. C'est une industrie stratégique. Les marchés financiers du Canada ne peuvent pas fonctionner efficacement en l'absence de Bourse, et il ne serait vraiment pas stratégique pour le Canada d'avoir une Bourse contrôlée à l'étranger.

Les Bourses ne doivent pas, et ne peuvent pas, être mondialisées de la même façon que, par exemple, les sociétés qui exercent leurs activités partout dans le monde ou encore le prix du pétrole ou de l'or - vous savez, « Le prix de l'or et du pétrole sur le marché mondial est ainsi de suite ». Les Bourses sont différentes. À ceux qui disent que le LSE ne contrôlera pas nos marchés et que le volet canadien de cette fusion – il s'agit en fait d'une acquisition – restera robuste, je pose la question : Pourquoi le LSE doit-il détenir 55 %? Ne pensez-vous pas qu'il finira par essayer de forcer les sociétés à s'inscrire et à obtenir leur financement de l'autre côté de l'Atlantique? Certains cadres, avocats et banquiers ne vont-ils pas faire graduellement la transition? Et la plus grande convention minière au monde pourrait même leur emboîter le pas. Alors pourquoi un partage 50/50 n'est-il pas suffisant? Supposez qu'ils détiennent 45 %?

#### **Problème 4 : Rejet de l'offre de Singapour par la Bourse australienne**

Le 8 avril, sur les conseils de l'office australien d'examen des investissements étrangers, le trésorier australien Wayne Swan a rejeté une prise de contrôle de la Bourse australienne par la Bourse de Singapour « dans l'intérêt national ».

Dans sa déclaration annonçant le rejet, M. Swan disait craindre que l'entité fusionnée n'entraîne une dérivation, de Sydney vers Singapour, des nouvelles introductions en Bourse ainsi qu'une perte des recettes provenant des redevances, en plus de saper les efforts de l'Australie pour bâtir sa réputation comme exportateur de services financiers.

Résumant les conseils reçus de l'office australien d'examen des investissements étrangers, de la banque de réserve de l'Australie, de la commission australienne des valeurs mobilières et des placements et du Trésor australien, M. Swan a déclaré : que « bon nombre des avantages prétendus de la transaction avaient probablement été exagérés » et que « les possibilités offertes dans le cadre de la proposition n'étaient clairement pas suffisantes pour justifier cette perte de souveraineté ».

M. Swan a ajouté que la transaction n'aurait sans doute pas amélioré l'accès des entreprises cotées en Bourse australienne aux marchés de capitaux asiatiques. Selon M. Swan, « Soyons clairs : ce n'est pas une fusion. C'est une prise de contrôle

qui verrait le secteur financier australien devenir filiale d'un concurrent asiatique. Il est évident que ce projet n'est pas dans l'intérêt national de l'Australie. »

Au cours des quatre jours d'audiences tenues ici à Toronto, beaucoup des mêmes arguments (souvent dans les mêmes mots) ont été présentés au comité pour le convaincre de rejeter le projet d'acquisition par le LSE. De l'avis du NPD, la décision du gouvernement australien - dont la Bourse est aussi un chef de file mondial dans le financement des ressources - confirme que la proposition n'est tout simplement pas dans l'intérêt du Canada ou de l'Ontario.

## **Résumé**

Toronto est un important centre mondial de services financiers, le siège d'institutions robustes qui ont survécu à la crise financière et la principale Bourse de ressources dans le monde. À ce titre, elle est bien placée pour affronter la concurrence mondiale sans l'aide du LSE. Le Groupe TMX s'est très bien tiré d'affaire, non seulement en facilitant la formation du capital nécessaire au développement des entreprises au Canada, mais aussi en exploitant un créneau mondial unique en son genre : 55 % des sociétés minières mondiales de même que 35 % des sociétés pétrolières et gazières sont inscrites à la Bourse de Toronto. Il n'y a aucune raison de mettre tout cela en péril.

Le succès du Groupe TMX à l'avenir dépendra entièrement de l'évolution de la stratégie commerciale sur les marchés financiers canadiens. L'actuelle stratégie commerciale du TMX donne de bons résultats pour le Canada et pour l'Ontario, et nous devrions y adhérer. Il existe de nombreuses possibilités de croissance.

Quelles que soient les modifications apportées à la transition proposée, il n'y a aucun moyen de garantir que la stratégie d'investissement du TMX restera formulée et mise en œuvre au Canada dans l'intérêt de la population canadienne et ontarienne. En définitive, nous considérons la transaction comme une prise de contrôle et nous ne croyons pas qu'elle permettra de créer une Bourse canadienne durable à l'échelle mondiale.

Comme dit le proverbe, « pourquoi réparer ce qui n'est pas cassé? »