

Rencontre du SRO Consultative Committee (SROCC)

Montréal, le 8 juin 2010

Discours de Tom Kloet

FINAL

Bon après-midi à tous. Merci beaucoup, M. Okubo, pour m'avoir aussi gentiment présenté.

C'est avec plaisir que je me joins à vous cet après-midi, ici-même à Montréal, siège de la Bourse de Montréal, un chef de file des produits dérivés, et membre de la SROCC.

Nous sommes très heureux que le Canada accueille la conférence annuelle de l'OICV. Depuis sa formation dans les années 1980, l'OICV est devenu l'organisme reconnu pour les normes réglementaires qu'il établit pour les marchés internationaux des valeurs mobilières. Le comité consultatif de la SRO offre véritablement une contribution déterminante à l'établissement des politiques de l'OICV. Votre travail est très important pour les marchés mondiaux des valeurs mobilières et nous apprécions beaucoup de pouvoir vous rencontrer aujourd'hui.

Je suis aussi heureux de vous parler au nom du Groupe TMX dans son ensemble, une société boursière diversifiée et mondiale, et de pouvoir aborder certains des enjeux que je crois pertinent pour nous tous.

Afin de placer mes remarques dans le contexte de notre rencontre d'aujourd'hui, j'aimerais vous présenter brièvement un aperçu du Groupe TMX. J'espère aussi mettre en contexte certaines des préoccupations que nous avons en tant que joueur majeur du monde des marchés boursiers.

Nos débuts datent d'il y a quelque 157 ans, au moment de la création de la Bourse de Toronto. Bien que nous ayons évolué au cours des années, c'est la dernière décennie qui a changé dramatiquement la nature de notre organisation.

Aujourd'hui, le Groupe TMX comprend :

- la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX, qui représentent notre **secteur des actions au comptant** :
 - En 2009, à la Bourse de Toronto, le volume quotidien moyen était de 473 millions d'actions et nous avons atteint un record historique de 65 milliards \$ amassés par nos émetteurs au cours de l'année, malgré le ralentissement économique.

- La Bourse de croissance TSX, notre **parquet à petite capitalisation**, est la seule bourse de croissance d'une telle taille et d'une telle portée dans le monde.
- La Bourse de Montréal couvre notre secteur des produits dérivés, dont notre chambre de compensation de dérivés, neutre et grandement appréciée, appelée CDCC. Nous utiliserons la plateforme technologique de compensation de la CDCC afin de mettre au point une solution centrale de contrepartie et de compensation pour le marché à revenu fixe canadien, comme l'a demandé l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières. La MX est aussi l'actionnaire majoritaire de la Boston Options Exchange.
- Nous possédons aussi la Natural Gas Exchange (NGX), notre plateforme électronique de services de négociation, de compensation et de règlement pour les contrats sur le gaz naturel, l'électricité et le pétrole au Canada et aux États-Unis.
- Nous œuvrons aussi dans les activités à revenus fixes avec Shorcan, un service de courtiers obligataires interprofessionnels.
- Nos activités dans le marché des données sont diversifiées dans leur contenu afin de s'harmoniser avec la diversification de nos activités : données sur les actions, les dérivés, les titres à revenu fixe et les produits énergétiques.
- Finalement, nous offrons des services aux émetteurs, comme les relations avec les investisseurs et les communications d'entreprise, soit l'offre de conseils et d'expertise en commercialisation des actions des émetteurs et en majoration de la liquidité.

Comme je l'ai mentionné, le Groupe TMX peut être perçu à raison comme un groupe boursier mondial ayant des activités diversifiées et possédant une vaste gamme de produits.

Alors qu'avec la diversification nous avons pu élargir la taille de nos activités, des mesures prises récemment nous ont permis d'accroître également notre présence. Nous nous sommes dotés d'une vision internationale et nos équipes ont beaucoup voyagé pour leur travail dans des pays d'Amérique du Sud, d'Asie et d'Europe et, bien sûr, de façon extensive à travers les États-Unis.

Ces efforts ont porté fruit : plus de 287 émetteurs internationaux sont actuellement cotés à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX. Nous sommes une importante porte d'entrée pour le capital nord-américain. En fait, environ 40 % de notre volume négocié provient désormais de l'extérieur du Canada, ce qui démontre à la fois la taille et la portée du bassin de capitaux auquel nos émetteurs ont accès et la qualité des sociétés cotées sur nos marchés.

Maintenant, après ce bref survol du Groupe TMX, j'aimerais consacrer le reste de ma présentation aux enjeux réglementaires auxquels fait face le secteur de l'inscription et de la négociation du marché des actions.

Le Groupe TMX a une solide réputation dans le marché en raison de son expertise, de son intégrité et de sa transparence. Nous croyons que nous formons un volet à part entière de la réputation internationale du Canada liée au fait d'avoir créé et maintenu un système financier solide, doté des systèmes de contrôle et de surveillance appropriés, et qui nous ont permis de surmonter la récente récession économique aussi efficacement que nous l'avons fait ainsi qu'à nous préparer à la reprise.

Les fonctions de Bourses publiques comme la nôtre ont évolué au fil des années, étape par étape, en tandem avec les réglementations qui guident nos actions, disciplinent le marché et protègent à la fois les investisseurs et les émetteurs. Cette réglementation prudente, et notre adhésion à celle-ci, forment un lien étroit qui pour nous est sacrosaint. À sa base-même, notre fonction principale est d'offrir aux émetteurs un endroit où obtenir des capitaux pour la croissance et disposer d'un marché secondaire liquide et fiable sur lequel négocier les actions.

Mais, à certains égards, je crains que l'industrie ait perdu de vue récemment ces obligations publiques et ait oublié son importance comme fondement de notre système financier. Une réglementation appropriée est maintenant passé au second plan, alors que le débat sur la structure du marché s'est axé sur la concurrence et la volonté de réduire les coûts des acteurs du marché. Au nombre des résultats qui découlent de ce contexte, mentionnons la prolifération des systèmes de négociation parallèles (SNP), qui maintenant gèrent des volumes importants de transactions boursières aux États-Unis et environ 25 % de ceux négociés ici au Canada.

Ces systèmes de négociation sont beaucoup moins exposés à une rigoureuse surveillance réglementaire par rapport aux Bourses à part entière. Leur raison d'être affichée est de proposer des droits de négociation moins élevés, principalement pour ceux qui les possèdent et pour les courtiers. Jusqu'à présent, force est de constater que les intérêts des émetteurs sont rarement mentionnés dans le débat entourant cet aspect de la structure du marché.

Rien n'a mis davantage en évidence ce paradigme de déséquilibre de marché que les événements du 6 mai quand les marchés aux États-Unis et au Canada ont été mis à mal et que les intérêts des émetteurs et des actionnaires ont été piétinés dans la foulée.

Mais avant d'analyser les événements du 6 mai, donnons-nous un peu de perspective historique. Tout au long de la crise économique, quand les marchés de crédit se sont effondrés, que les banques ont cessé d'effectuer des prêts et que de nombreuses institutions financières s'en sont remis penaudes aux gouvernements pour leur survie, les marchés boursiers organisés et transparents des actions et des dérivés se sont bien comportés. Bien que les nouvelles n'aient pas toujours été bonnes, les vendeurs et les acheteurs ont su s'accorder sur le marché, les négociations ont été compensées et

conclues et la découverte de prix s'est faite de façon ordonnée. Le 6 mai a transformé cette perception, et les émetteurs et le public ont perdu quelque peu confiance dans nos marchés.

Alors, que s'est-il passé le 6 mai?

Quelles ont été les causes des violentes fluctuations du marché?

Et bien, un mois plus tard, nous ne connaissons toujours pas vraiment la réponse à cette question. C'est déjà suffisamment grave qu'un système permette à de telles aberrations de se produire, mais il est doublement inquiétant de constater que nous ne possédons pas les moyens de cerner la véritable cause de ce que l'on appelle maintenant le « krach éclair ».

À un certain moment le 6 mai, le marché américain reculait de 100 points à la minute. Les actions de Proctor and Gamble, un pilier des marchés mondiaux, a chuté de 35 % avant de remonter. Les actions d'Accenture PLC se négociaient à environ 41 \$ à 14 h 30 le 6 mai pour fondre littéralement à un cent à 14 h 47. L'action d'Accenture s'est redressée plus tard dans la journée, mais que cela signifie-t-il pour le système actuel lorsqu'un émetteur viable et hautement réputé peut voir la totalité de sa capitalisation boursière anéantie en moins de 30 minutes?

Même si la cause sous-jacente à la volatilité du 6 mai est encore inconnue, de nombreux milieux s'entendent généralement pour dire que l'existence de plusieurs marchés évoluant selon des règles très différentes a considérablement aggravé la situation et a été un facteur central des fluctuations haussières et baissières dramatiques.

Dans sa couverture des événements du 6 mai, le *Wall Street Journal* (WSJ) a écrit : « Au cours des deux dernières décennies, la négociation d'actions est passée d'un réseau relativement transparent de « mainteneurs de marchés » humains, exécutant des commandes d'achats et de ventes sur quelques bourses, à un système presque entièrement automatisé fragmenté entre des dizaines de joueurs. Les autorités réglementaires n'ont pas la capacité de surveiller directement plusieurs de ces nouveaux joueurs. » (traduction libre)

Le 10 mai, le *WSJ* y allait d'une analyse plus poussée de la situation en donnant les grandes lignes de ce qui était arrivé en précisant ce qui suit :

« Alors que les actions piquaient subitement du nez [6 mai], le modèle hybride de la NYSE entrainait en action. La Bourse a stoppé pour une minute environ à la fois la négociation informatisée de certaines actions et l'a remise entre des mains d'humaines, soit les négociateurs sur le parquet de la Bourse. Cette procédure est conçue pour ralentir le marché, pendant que les hommes aident à trouver le prix juste pour des actions volatiles tout en appuyant sur le frein. »

Le *WSJ* poursuit...

« Mais la NYSE est la seule grande Bourse dotée d'un tel système. Le reste des marchés boursiers informatisés ont poursuivi les négociations, ce qui a créé un volume énorme de vendeurs pour pratiquement aucun acheteur. Plutôt que de ramener la logique dans un marché volatil, les négociateurs du parquet de la NYSE ont plutôt eu l'air de concurrents à un rodéo essayant de remonter sur des broncos tout à leurs ruades. » (traduction libre)

La prémisse à l'effet que la structure actuelle du marché a aggravé la situation du 6 mai est renforcée davantage par ce qui s'est passé ici dans le marché canadien. Notre marché a été témoin de quelques fluctuations inacceptables, mais bien moindre qu'aux États-Unis, principalement du fait que la fragmentation du marché est moins poussée au Canada qu'elle ne l'est au sud de la frontière.

Mais ma préoccupation sous-jacente est la suivante : où dans tout cela, les intérêts de l'émetteur et de l'investisseur sont-ils pris en main? Il est difficile de voir où cela se situe.

La structure actuelle du marché avec sa prolifération d'exploitants de marchés non coordonnés est fondamentalement viciée et les événements du 6 mai l'ont clairement démontrée. Bien que le concept de coupe-circuits individuels d'actions puisse aider, la protocole entre l'émetteur et le lieu d'inscription est violé lorsque les autres marchés peuvent ignorer les règles d'engagement convenues entre l'émetteur et son lieu d'inscription.

Alors, comment pouvons-nous apporter un atterroissement à cette situation?

Une première étape des plus appropriées consiste à recourir aux règles à l'égard desquelles l'émetteur s'est engagé lors de son inscription à une Bourse et à les appliquer à tous les marchés boursiers choisissant ensuite de négocier les actions inscrites. Lorsque l'émetteur signe une inscription avec une Bourse, il accepte contractuellement les règles d'engagement qui définissent les façons et les conditions en vertu desquelles leurs actions seront négociées. Pour que cette entente demeure vraie, tous les joueurs négociant les actions doivent adhérer aux mêmes règles, peu importe que l'action soit négociée en « mode ralenti », soit assujetti à un gel ou à un autre mécanisme de protection du marché.

Comme la transparence n'a pas été un principe appliqué à la croissance de marchés concurrentiels, nous sommes aujourd'hui témoins d'une structure de marché où peu d'investisseurs ont lu les règles de certains marchés boursiers et où les émetteurs se demandent à juste titre pourquoi un lieu de négociation qu'ils ne connaissent pas et avec lesquels ils n'ont pas d'entente peut fausser le cours de leurs actions.

La concurrence n'avantage personne à long terme si elle demeure sous-réglémentée dans une industrie où la discipline et la transparence réglementées sont l'essence même de son existence.

Comme vous le savez tous, les Bourses à travers le monde se sont démutualisées au cours des quelques dix dernières années, souvent invitées à le faire par leurs propres

organismes de réglementation. Parmi les motifs de cette tendance à la démutualisation, on retrouve la volonté d'améliorer la transparence et la gouvernance du marché en supprimant les restrictions qu'apportaient le fait que les Bourses soient détenues par des maisons de courtage (cela équivalait à se débarrasser du « club ») et de les transformer en entreprises publiques.

Beaucoup de systèmes de négociation alternatifs sont en réalité contrôlés par des entités commerciales professionnelles, ou des courtiers. Donc, nous assistons en fait à une remutualisation effective du processus de négociation et à ses manifestations inhérentes de conflit et de manipulation.

Autrement dit, un petit nombre de maisons de courtage ne doit pas être en contrôle des marchés de négociation d'actions. Ma société a pris cette décision il y a 10 ans lorsqu'elle s'est démutualisée, mais d'autres marchés au Canada sont actuellement en train de revenir à la même structure qui posait problème.

Je crois que les autorités réglementaires doivent s'adresser à cette situation afin de s'assurer que la concurrence profite à tous les participants aux marchés financiers, et non pas à seulement quelques privilégiés.

Chez TMX, nous demandons également à ce que la manière dont les SNP sont surveillés soit repensée. Nous demandons des changements qui soumettraient l'ensemble des règles de négociation actuelles et futures des SNP aux commentaires du public de la même façon que les règles gouvernant les Bourses sont sujettes à l'examen du public et à sa contribution.

En tant que haut-dirigeant de plusieurs années d'expérience dans ce secteur, je dois avouer ma perplexité face au fait qu'historiquement, il n'y ait eu aucun processus formel comme celui-ci, aucun moyen de contrôle, lorsque il s'agit de la réglementation du marché des SNP.

Une application équitable et avisée des règles et règlements est un des préceptes fondamentaux du secteur financier. Comment avons-nous alors pu permettre à cette situation de se produire? Nous prenons un risque énorme et nous faisons porter le fardeau de ce risque aux émetteurs et aux investisseurs individuels qui ne savent pas où ni comment leur négociation sera exécutée.

Les événements du 6 mai ont clairement démontré que ces règles et règlements éparés ne sont pas compris par de nombreux émetteurs ou investisseurs. Les SNP au Canada ont gagné des parts de marché significatives. Le fait de maintenir leurs règles actuelles et futures à l'abri du processus de consultation publique est en violation flagrante du mandat de préserver l'intérêt public des commissions des valeurs mobilières du Canada.

Le faire simplement sur une base prospective n'est pas suffisant. Cette approche ne ferait que perpétuer une situation de politique publique déjà inacceptable et mener à plus de confusion alors que les émetteurs et les investisseurs tentent de trouver des solutions à des événements comme ceux du 6 mai.

Et enfin, nous pensons que les investisseurs individuels devraient se voir accorder le choix du lieu de négociation de leurs actions. Cela devrait évidemment être assujéti à des exigences de meilleur prix. Mais cela va de soi que l'investisseur devrait être en mesure de prendre la décision quant au lieu où ses affaires seront menées.

L'investisseur paie droit pour la transaction et devrait pouvoir s'assurer que celle-ci se déroule sur le lieu qui lui fournit la meilleure protection et soit guidée par des règles et règlements clairs et articulés publiquement. Pourquoi la décision du lieu devrait-elle être uniquement prise par le courtier ou le propriétaire du SNP, dont les intérêts pourraient être incompatibles avec ceux l'investisseur?

Je tiens à le souligner clairement. La position de TMX sur cette question n'est pas une déclaration de guerre des Bourses traditionnelles à l'encontre d'une concurrence éventuelle. La concurrence dans le secteur boursier est ici depuis un certain temps. Elle est là pour rester, et continuera à s'intensifier. Pour nous chez TMX, cela fait partie des aléas de la vie. Nous avons réagi à cette concurrence, diversifié nos activités et nous continuons à croître.

L'application des règles boursières au marché des SNP ne l'empêchera pas de continuer à se développer, mais il l'empêchera de progresser dans une direction qui va clairement à l'encontre de l'intérêt public. La réglementation du marché des SNP selon des « règles du jeu équitables » n'entravera pas la concurrence; elle la renforcera plutôt en s'assurant que tous les lieux de négociation s'alignent sur les mêmes règles. Cela se traduira par une concurrence stimulant l'innovation pour la création de nouveaux produits et d'efficacités pour les utilisateurs finaux, plutôt que par des règles de négociation arbitraires.

Rappelons-nous : le système ne peut demeurer fort que si les intérêts des émetteurs et des investisseurs sont assurés avant les intérêts de ceux qui traitent simplement ces transactions. On y parvient dans environnement réglementé, et non pas lorsqu'il n'y a que peu ou pas de possibilités d'examen public.

Bien que les événements comme ceux du 6 mai puissent ébranler notre foi dans l'intégrité des marchés, ils peuvent souvent apporter un nouvel éclairage sur les failles et les faiblesses du système. En affichant une volonté commune d'éliminer ces défauts et de rectifier ces faiblesses à l'avenir, nous insufflons une nouvelle force dans le marché.

Et le renforcement du marché est une chose à laquelle nous sommes tous attachés. Les événements du 6 mai ont permis d'attirer l'attention générale sur les défis de la réglementation des marchés à l'ère de la négociation électronique à grand volume. Je pense que cela a été un **révélateur** très efficace pour les autorités réglementaires, qui ont bien vu que la situation exigeait leur attention, et ce, le plus tôt possible.

Le Groupe TMX accueille favorablement et apporte son appui ferme à l'appel lancé par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) pour examiner les

événements du 6 mai et les enjeux politiques et réglementaires plus larges qu'ils ont soulevés. Nous sommes prêts à aider de toutes les façons possibles et à partager nos idées alors que des mesures doivent être prises pour remédier à cette préoccupation bien réelle.

Je vous remercie à nouveau pour cette occasion que vous m'avez donnée de vous parler aujourd'hui et je vous souhaite une bonne poursuite de session.