

RAPPORT DU COMITÉ AVISEUR

PROJET DE SPÉCIALISATION DES BOURSES CANADIENNES

PRÉSENTÉ À

Monsieur Bernard Landry

VICE-PREMIER MINISTRE ET

MINISTRE D'ÉTAT À L'ÉCONOMIE ET AUX FINANCES DU QUÉBEC

LE 30 AVRIL 1999

TABLE DES MATIÈRES

MISE EN SITUATION	
SOMMAIRE ET RECOMMANDATIONS	i
SOMMAIRE.....	i
RECOMMANDATIONS	ii
1. L'ENTENTE DU 15 MARS 1999 ENTRE LES BOURSES CANADIENNES.....	ii
a) <i>L'accès aux capitaux et services pour les PME du Québec</i>	ii
b) <i>La régie d'entreprise des bourses</i>	iii
2. LE CADRE RÉGLEMENTAIRE.....	iii
3. LE RÔLE ANCILLAIRE DE LA BOURSE DE MONTRÉAL	iv
4. LE DÉVELOPPEMENT D'EXPERTISE ET LE PLAN D'AFFAIRES.....	iv
5. LA SOLIDARITÉ DE LA COMMUNAUTÉ FINANCIÈRE DE MONTRÉAL : UN FACTEUR-CLÉ DE SUCCÈS.....	v
I. MANDAT DU COMITÉ	1
II. RÔLE D'UNE BOURSE	1
1. DÉFINITION	1
2. LIQUIDITÉ	2
III. LA RESTRUCTURATION DES MARCHÉS FINANCIERS.....	2
1. MONDIALISATION.....	2
a) <i>Europe vs USA</i>	3
b) <i>Ailleurs dans le monde</i>	3
c) <i>Canada</i>	4
2. ENTENTE ENTRE LES BOURSES CANADIENNES.....	6
3. COMMENTAIRES ET PRÉOCCUPATIONS	6
a) <i>Les risques associés à une bourse de produits dérivés</i>	6
b) <i>La durée de l'entente, les parties qui l'ont signée et la permanence des guichets</i>	7
c) <i>La régie d'entreprise des bourses</i>	8
d) <i>Les courtiers locaux du Québec</i>	8
e) <i>Le rôle ancillaire d'une bourse</i>	8

IV. PLAN D’AFFAIRES DE LA BOURSE DE MONTRÉAL.....	9
1. DEUX QUESTIONS :	9
a) <i>La participation de la Bourse de Montréal à la restructuration</i>	9
b) <i>La Bourse de Montréal a-t-elle d’autres options ?</i>	10
2. DESCRIPTION.....	10
3. ÉVALUATION DU PLAN D’AFFAIRES.....	11
a) <i>Revenus</i>	11
b) <i>Dépenses projetées</i>	12
c) <i>Potentiel et risques du plan d’affaires</i>	12
d) <i>Conclusion</i>	14
V. IMPACT SUR L’ÉCONOMIE DU QUÉBEC.....	14
1. IMPACT ÉCONOMIQUE SUR LES PME DU QUÉBEC	15
a) <i>Le transfert des sociétés inscrites à Montréal vers les autres bourses</i>	15
b) <i>Les premiers appels publics à l’épargne (« PAPE »)</i>	17
c) <i>Scénario de renégociation de l’entente</i>	19
2. IMPACT ÉCONOMIQUE SUR LES AUTRES PARTICIPANTS AU MARCHÉ.....	20
a) <i>Public investisseur privé</i>	20
b) <i>L’investisseur institutionnel</i>	20
c) <i>Les grandes entreprises</i>	20
d) <i>Les employés à la Bourse de Montréal</i>	21
e) <i>Les courtiers en valeurs mobilières</i>	21
f) <i>Les services connexes</i>	22
VI. LE CADRE RÉGLEMENTAIRE.....	22
VII. REMERCIEMENTS.....	24

MISE EN SITUATION

Le 15 mars 1999, les bourses canadiennes ont annoncé une entente visant à restructurer les marchés publics financiers au Canada. Dans ce cadre, la Bourse de Montréal s'est vue octroyer une responsabilité nationale de développement et de négociation des produits dérivés. Le Vice-premier ministre et Ministre d'État à l'Économie et aux Finances du Québec a formé un Comité d'experts chargé d'évaluer le plan d'affaires de la Bourse de Montréal et de l'aviser sur l'impact économique de cette spécialisation au Québec.

Les membres du Comité tiennent à souligner que l'entente entre les bourses est le résultat d'une évolution et d'une négociation. À certains égards, cette entente est l'aboutissement d'une tendance amorcée il y a fort longtemps. Toutefois, le mandat du Comité n'est pas de se prononcer sur ce qui aurait pu être. Le choix du Comité était donc de conclure à l'une de deux alternatives : aviser le Ministre de recommander à la Commission des valeurs mobilières du Québec de ne pas approuver la nouvelle entente entre les bourses parce qu'elle est contraire aux intérêts du Québec ou aviser le Ministre de favoriser l'approbation de l'entente en lui suggérant des précautions à prendre et des initiatives de bonification.

Le Comité a conclu que le statu quo n'était pas une option soutenable et que l'entente entre les bourses devrait être vue comme une opportunité. Il est tout autant dans l'intérêt de l'industrie financière canadienne que de celui du Québec que le projet de la Bourse de Montréal réussisse. Le Comité est pleinement conscient qu'il s'agit d'une entente entre des entités qui ont à peu près les mêmes propriétaires et qui pourrait donc être changée facilement ; il présume cependant de la bonne foi des parties car les autres bourses, ayant investi \$40 millions dans l'économie montréalaise, ont également intérêt à ce que ce projet soit couronné de succès.

C'est dans ce contexte que le Comité a choisi de recommander au Ministre de favoriser l'approbation de l'entente, de la bonifier par des initiatives connexes tout en demeurant vigilant pour que les bonnes intentions des parties se matérialisent.

SOMMAIRE ET RECOMMANDATIONS

SOMMAIRE

Le 15 mars 1999, les bourses canadiennes ont annoncé une entente visant à restructurer les marchés publics financiers au Canada. Dans ce cadre, la Bourse de Montréal s'est vue octroyer une responsabilité nationale de développement et de négociation des produits dérivés. Le Vice-premier ministre et Ministre d'État à l'Économie et aux Finances du Québec a formé un Comité d'experts chargé d'évaluer le plan d'affaires de la Bourse de Montréal et de l'aviser sur l'impact économique de cette spécialisation au Québec.

Le Comité souligne que l'entente entre les bourses est le résultat d'une évolution et d'une négociation. À certains égards, cette entente est l'aboutissement d'une tendance amorcée il y a fort longtemps. Toutefois, le mandat du Comité n'est pas de se prononcer sur ce qui aurait pu être.

Le Comité s'est donc instruit sur les restructurations de marchés financiers dans le monde et n'a pu que constater une tendance lourde de concentration des volumes boursiers en une place de négociation. Les marchés financiers accordent une grande valeur à la liquidité des titres et aux coûts de les négocier. Cette concentration s'opère partout par voie de fusions ou d'alliances. La technologie en est le moteur et permet des diminutions de coûts déterminantes dans cette concurrence féroce que se livrent les places boursières. Avec quatre bourses en concurrence dans un marché de petite taille, le Canada était en voie de se marginaliser. Une réorganisation des marchés financiers s'imposait et la Bourse de Montréal n'avait guère le choix d'y participer, sa part de marché étant inférieure à 10% du volume canadien.

Le Comité s'est penché sur le plan d'affaires élaboré par la Bourse de Montréal pour s'acquitter de son nouveau mandat. Les prévisions financières et les hypothèses sous-jacentes ont été revues. Le potentiel de revenus provenant de produits dérivés a été estimé avec des hypothèses raisonnables qui tiennent compte des facteurs de risque. La modernisation de la technologie et la constitution d'une équipe de ressources humaines de haut niveau ont été identifiées comme les facteurs-clés de succès. Des budgets de dépenses et d'investissements ont été établis et la Bourse a prévu maintenir des liquidités lui permettant de s'ajuster en cas de retards ou de dépassements de coûts. En somme, le Comité juge crédible le plan d'affaires de la Bourse.

Reconnaissant une certaine inévitabilité à cette restructuration, le Comité a tenté d'en prévoir les impacts sur l'économie du Québec. Sur le plan macro-économique, la corrélation entre les marchés boursiers et la croissance économique n'est pas très forte. L'entente entre les bourses est un accord de principe et les modalités de fonctionnement du nouvel environnement seront établies dans des ententes ancillaires dont le Comité ne connaît évidemment pas la teneur. Le Comité a donc dû anticiper les conséquences pratiques de la restructuration proposée sur certains segments de l'économie.

La situation des PME du Québec a fait l'objet d'une attention particulière d'abord en ce qui concerne le transfert vers les autres bourses des titres de sociétés déjà inscrites à la Bourse de Montréal et ensuite, en ce qui a trait à l'accès au capital pour les PME projetant un premier appel public à l'épargne. Également, la nécessité pour les commissions des valeurs mobilières canadiennes d'adapter le cadre réglementaire à la nouvelle réalité a fait l'objet d'une réflexion.

Le Comité a donc conclu que la Bourse de Montréal se devait de participer à l'effort de restructuration des marchés financiers canadiens, qu'il ne lui appartenait pas de juger si la Bourse de Montréal aurait pu négocier une meilleure entente, que l'entente intervenue procure un nouveau défi stimulant à la Bourse de Montréal, qu'il s'agit d'une opportunité comportant un potentiel prometteur mais qui, comme toute opportunité, comporte des risques qu'il faut gérer.

RECOMMANDATIONS

Le Comité recommande donc au Ministre des Finances du Québec de favoriser la restructuration proposée et le rôle que la Bourse de Montréal sera appelée à y jouer tout en formulant les recommandations suivantes :

1. L'ENTENTE DU 15 MARS 1999 ENTRE LES BOURSES CANADIENNES

a) L'accès aux capitaux et services pour les PME du Québec

- i) La Commission des valeurs mobilières du Québec (« CVMQ ») devrait s'assurer, avant d'approuver la convention ancillaire sur le fonctionnement des guichets du service, que ceux-ci soient décisionnels, qu'ils offrent le service dans les deux langues officielles, qu'un mécanisme d'appel impartial soit prévu au niveau de la Bourse, le tout assujéti à la juridiction de la CVMQ. De plus, une formule devrait être trouvée pour assurer la permanence de ces guichets. Afin de rassurer les émetteurs locaux d'un fonctionnement équitable de ces guichets, le Comité suggère que, comme mesure transitoire, la convention ancillaire délègue pour deux ans l'opération de ces guichets à l'actuel Service des inscriptions de la Bourse de Montréal.
- ii) Les bourses et les commissions des valeurs mobilières devraient convenir entre elles du principe de la reconnaissance de la juridiction d'origine de tous les émetteurs. Un émetteur pourrait donc offrir ses titres là où il le désire mais s'il émet des titres qui sont inscrits à une bourse au Canada, il doit faire sa demande d'inscription au guichet de services de la bourse située dans la juridiction de sa principale place d'affaires et accepter de devenir un émetteur assujéti dans cette province.
- iii) D'après l'entente du 15 mars 1999, les bourses de Toronto et de l'Ouest doivent immédiatement entamer des discussions pour bien définir les normes d'inscription et de maintien départageant l'admissibilité des sociétés entre les deux bourses. À la suite de cette détermination, les titres seront dirigés à la bourse appropriée. Or l'entente prévoit l'acheminement des titres inscrits

exclusivement à Montréal avant cette détermination. Ceci a pour effet de faire migrer un bon nombre d'entreprises inscrites à Montréal directement sur la bourse du second marché dans l'Ouest alors que les sociétés concurrentes au profil identique déjà inscrites à Toronto pourront y demeurer en attendant la détermination des nouvelles normes. Le Comité voit une iniquité dans cette façon de faire et suggère donc qu'afin de ne pas défavoriser les sociétés inscrites exclusivement à Montréal par rapport à leurs concurrentes inscrites à Toronto, les bourses devraient établir une règle transitoire permettant aux sociétés inscrites à Montréal de s'inscrire à Toronto en attendant l'établissement de nouvelles normes applicables à toutes.

- iv) Afin d'analyser comment s'effectue la transition des titres inscrits à la Bourse de Montréal et afin d'évaluer l'efficacité des mesures proposées applicables aux PME du Québec, le Comité suggère la mise sur pied par la CVMQ d'un comité de surveillance. Ce Comité devra faire rapport à cette dernière de ses observations et recommandations concernant l'accès au capitaux boursiers des PME du Québec dans le nouvel environnement proposé.

b) La régie d'entreprise des bourses

L'entente est silencieuse sur la représentativité des régions aux conseils d'administration et aux divers comités des bourses. Les bourses devraient prendre un engagement plus formel assurant une représentation régionale solide et appropriée.

2. LE CADRE RÉGLEMENTAIRE

Les commissions des valeurs mobilières du Canada devront adapter le cadre réglementaire pour tenir compte de bourses spécialisées à vocation nationale plutôt que de bourses concurrentes à vocation régionale. Comme dans toute négociation, la CVMQ devra faire preuve de souplesse sur certains points et de fermeté sur d'autres.

- ♦ En ce qui concerne l'accès aux capitaux des PME du Québec, la CVMQ devrait affirmer sa juridiction avec fermeté. Ainsi, les guichets de service des bourses canadiennes œuvrant au Québec devraient être assujettis au pouvoir de révision de la CVMQ.
- ♦ En ce qui a trait aux autres responsabilités réglementaires de la Bourse de Montréal, si celle-ci souhaite se concentrer sur sa mission primaire, la CVMQ devrait être prête à reprendre à son propre compte ces sphères d'activités, les déléguer à d'autres bourses ou encore à l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (« ACCOVAM »), section Québec. Dans ce nouveau contexte, le Comité considère que la CVMQ devrait reconsidérer la reconnaissance de l'ACCOVAM Québec comme organisme d'auto-réglementation régional et ainsi alléger la tâche réglementaire de la future bourse de dérivés.
- ♦ Le Ministre devrait également former un groupe d'études pour s'assurer que la législation québécoise en matière de produits dérivés soit moderne, à la fine pointe, et harmonisée le plus possible avec celles de l'industrie mondiale des produits dérivés.

- ♦ Les commissions des valeurs mobilières du Canada, afin de réduire les duplications, ont convenu d'un système où elles se fient mutuellement l'une à l'autre. Les ressources actuelles de la CVMQ sont clairement insuffisantes. Si cette dernière devait assumer parallèlement à la Bourse de Montréal, un leadership national en matière de produits dérivés, il est évident que le Ministre doit lui donner les moyens de remplir son mandat ou l'autorité de le déléguer à un organisme qui les aura.

3. LE RÔLE ANCILLAIRE DE LA BOURSE DE MONTRÉAL

Le défi de la Bourse de Montréal est grand ; il devrait nécessiter l'attention totale de ses dirigeants et la concentration de toutes ses ressources sur l'essentiel i.e. les produits dérivés. Pour ces raisons, le Comité réitère sa recommandation concernant la reconnaissance de l'ACCOVAM – Québec. Même si cette reconnaissance n'est pas essentielle pour que l'ACCOVAM joue un rôle plus actif dans les activités non réglementaires, le sérieux et la crédibilité de l'organisme seront rehaussés s'il est reconnu. En somme, le Comité recommande au Ministre de s'assurer que les rôles de rassembleurs de la communauté financière de Montréal et d'éducation du public en matière de gestion de l'épargne soient remplis par la CVMQ ou un autre organisme (par exemple l'ACCOVAM ou l'Institut de Finance Mathématique) et soumet que la nouvelle bourse de produits dérivés n'est peut-être pas la mieux placée pour ce faire. Il ne faut pas voir dans cette suggestion la moindre indication que le Comité favorise la création d'un nouvel organisme. Au contraire, le Ministre et l'industrie financière devraient favoriser l'émergence d'un seul point de rassemblement pour la communauté. Finalement, si des changements devaient survenir, il est important que la Bourse n'abdique pas ses responsabilités du jour au lendemain et que des mesures transitoires raisonnables soient prévues.

4. LE DÉVELOPPEMENT D'EXPERTISE ET LE PLAN D'AFFAIRES

Le secteur privé (Bourse de Toronto \$33M et Bourses de l'Ouest \$7M) investit \$40 millions dans le projet de la Bourse de Montréal et n'a pas demandé de subventions à l'état. Le Comité reconnaît qu'il y a des risques associés à ce projet et qu'il s'agit d'un défi stimulant à relever non seulement pour la Bourse mais pour toute la communauté montréalaise. Pour relever avec succès les défis d'une bourse de produits dérivés, Montréal peut compter sur d'excellentes ressources en informatique, en mathématique, en finance et en communication. Toutefois cette bourse doit être capable d'attirer et de retenir à Montréal des experts internationaux dans ce domaine tout en étant capable de retenir les experts qui auront été formés localement. Les gouvernements du Québec et fédéral devraient donc faciliter l'accès par la Bourse à ces ressources et bonifier le projet pour en maximiser les chances de succès et les retombées économiques. Les recommandations qui suivent sont faites dans cet esprit :

- i) Pour faciliter l'embauche d'employés à des conditions concurrentielles, le Ministre et son homologue fédéral devraient trouver une formule pour faire bénéficier des avantages fiscaux reliés au statut de Centre Financier International les employés de la

Bourse de Montréal, des courtiers en valeurs mobilières, des gestionnaires de fonds et des négociateurs indépendants (« locaux ») qui se consacrent exclusivement aux produits dérivés.

- ii) La Bourse de produits dérivés remplira un rôle national au Canada. Les gouvernements du Québec et du Canada sont des intervenants importants dans les marchés financiers obligataires et, indirectement par leurs divers régimes de retraite, dans les marchés boursiers. Ne serait-ce qu'à titre d'utilisateurs, ils ont un intérêt certain dans le succès de la Bourse de dérivés car ceci leur permettrait de gérer leurs risques avec plus d'efficacité. Il serait donc légitime et normal qu'ils supportent des programmes de recherche et développement en matière de produits dérivés tant pour combler leurs besoins particuliers que pour supporter l'émergence d'une industrie forte. La disponibilité de crédits à la R & D offerts par les deux paliers de gouvernement serait un ajout précieux pour encourager la création d'une masse critique à Montréal dans ce domaine. Tant la Bourse, que les courtiers, les institutions et les autres intéressés pourraient se prévaloir de ces crédits. En effet, non seulement la Bourse doit-elle créer des produits pertinents mais encore faut-il que les investisseurs sachent les utiliser.
- iii) Dans le contexte du développement d'une bourse de produits dérivés, le développement de connaissances à la fine pointe de la technologie financière est essentiel. Afin de contribuer au développement de la masse critique en recherche et en formation dans ce domaine à Montréal, l'Institut de finance mathématique de Montréal devrait jouer un rôle de premier plan. Le Comité estime sans avoir fait d'études sur le sujet, que le budget minimum pour avoir un impact serait de l'ordre de \$5 millions par année. Étant donné les sommes importantes impliquées, il faudrait une participation des différents paliers de gouvernement avec le secteur privé.
- iv) Finalement, la Bourse elle-même devrait s'engager dans des programmes de R & D. Le Comité souhaite que le Gouvernement du Québec participe avec la Bourse dans des programmes à frais partagés. De plus, la Bourse devrait maintenir des liens étroits avec l'Institut de Finance Mathématique de Montréal.

5. LA SOLIDARITÉ DE LA COMMUNAUTÉ FINANCIÈRE DE MONTRÉAL : UN FACTEUR-CLÉ DE SUCCÈS

Le projet de faire de Montréal le centre canadien des produits dérivés demeure un projet moteur, motivant, une opportunité à saisir maintenant mais également un défi de taille pour tous les intervenants. Ce rapport a souligné l'importance de l'engagement de toute la communauté, (bourse, courtiers, investisseurs institutionnels, universités, gouvernements et leurs agences). Montréal ne pourra pas se payer le luxe de dissensions s'il veut relancer sa place financière. Notre dernière recommandation au Ministre porte donc sur la communauté financière de Montréal dans son ensemble. De concert avec la Bourse, nous lui suggérons d'utiliser toute son influence pour convaincre et obtenir des engagements concrets de participation des intervenants clefs dans ce projet.

I. MANDAT DU COMITÉ

Le 15 mars 1999, les quatre principales bourses au Canada annonçaient qu'elles avaient conclu une entente ayant pour effet de restructurer la façon dont elles offraient leurs services au Canada. Ainsi, les bourses convenaient d'éliminer la duplication de leurs services, chacune d'entre elles se spécialisant dans un créneau précis. Aux termes de cette entente, la Bourse de Montréal cesserait ses activités de négociation d'actions pour se concentrer exclusivement sur la négociation de produits dérivés.

Devant un changement d'une telle envergure, le Vice-premier ministre et Ministre d'État à l'Économie et aux Finances du Québec, monsieur Bernard Landry, a annoncé la formation d'un Comité d'experts chargé d'évaluer le plan d'affaires de la Bourse de Montréal et de l'aviser sur l'impact économique au Québec de la spécialisation en produits dérivés (annexe I). Le présent document se veut une synthèse des travaux et recommandations du Comité.

II. RÔLE D'UNE BOURSE

1. DÉFINITION

La définition suivante d'une bourse est proposée par le Pr. Pierre Laroche, Ph.D, Professeur agrégé de finance, Hautes Études Commerciales de Montréal, dans un Avis sur le projet de restructuration des marchés boursiers canadiens remis au Comité le 1^{er} avril 1999 :

« Une bourse est un marché organisé où se traitent des actifs réels ou financiers. Une bourse de valeurs mobilières offre un service à ses participants en cela qu'elle facilite l'échange des titres, et ce parce qu'elle permet :

- . de mettre en présence un grand nombre d'agents économiques,
- . de faciliter la circulation de l'information,
- . de diminuer les frais de transaction (grâce à des économies d'échelle). »

Il est important de souligner dans cette définition le rôle de facilitateur d'une bourse. En effet, une bourse ne crée pas de transactions, elle est plutôt le reflet de l'activité d'investisseurs. Il y a deux grandes catégories de bourses soit celles où se négocient des titres fondamentaux (ex. actions) et celles où se négocient des produits dérivés comme les options et les contrats à terme. Une particularité des bourses de produits dérivés est qu'elles permettent aux participants d'échanger entre eux des risques financiers. Une autre particularité est qu'elles doivent développer et créer elles-mêmes les produits qui s'y transigeront. Ces particularités constituent une valeur ajoutée pour l'économie.

Le grand public a tendance à voir une bourse comme un symbole prestigieux, une institution d'une grande puissance. Cette perception origine du temps où les communications n'étaient pas ce qu'elles sont aujourd'hui ; une bourse reflétait les transactions des investisseurs et courtiers membres d'une communauté géographiquement plus ou moins proche de son siège. Une ville ou un pays mesurait donc avec fierté sa puissance financière par l'importance de sa bourse.

La définition de base d'une bourse est demeurée la même depuis longtemps mais la révolution technologique dans les secteurs de l'informatique et des communications est venue changer la signification de ce que représente une bourse. L'activité des investisseurs locaux est devenue presque secondaire dans le succès d'une bourse. Le vieil adage « securities trade where they are owned » est de moins en moins vrai. Une bourse active de nos jours reflète sa capacité à attirer des investisseurs de partout au monde en leur offrant des produits pertinents à leur gestion, un flot d'information fiable accompagné d'un accès simple, facile et peu coûteux. La considération géographique tient peu de place dans cet univers.

2. LIQUIDITÉ

La négociation du même produit sur deux ou plusieurs places boursières géographiquement éloignées se justifiait par les coûts élevés de communication et par les lenteurs occasionnées par la distance. Ce n'est plus le cas aujourd'hui. La globalisation des marchés financiers et l'institutionnalisation de l'épargne font que les ordres d'achat ou de vente sont plus importants, plus fréquents et viennent de partout à travers le monde. Ils sont acheminés, exécutés et rapportés électroniquement presque instantanément. Un investisseur à Paris ou à Hong Kong n'est pas plus défavorisé par la distance que celui dont le bureau est situé dans le même édifice que la bourse. La liquidité d'un marché devient une considération importante avant de prendre une décision d'investissement. Or, baisser les coûts de transactions attire la liquidité et la liquidité permet de baisser les coûts. C'est donc une guerre technologique sans merci que se livrent aujourd'hui les places boursières.

III. LA RESTRUCTURATION DES MARCHÉS FINANCIERS

1. MONDIALISATION

Dans son Avis au Comité, le Pr. Laroche écrit :

« La mondialisation des marchés financiers est aujourd'hui un fait reconnu et abondamment documenté. Les fusions et autres accords de collaboration entre des bourses étrangères qui foisonnent depuis deux ans contribuent à renforcer ce constat. »

Parallèlement, on constate à travers le monde le phénomène d'institutionnalisation de l'épargne et la consolidation de l'industrie de la gestion de portefeuilles. On assiste donc partout à la création de gigantesques réservoirs d'argent gérés de façon de plus en plus mondiale. La concurrence entre investisseurs, gestionnaires et autres intervenants des marchés provoque des pressions très fortes pour baisser les coûts de transaction et pour assurer un acheminement sans faille et instantané de l'information. C'est ainsi que des systèmes de négociation électroniques privés se sont développés. Moins coûteux, ils se sont accaparés aux États-Unis en 1998, plus de 16% du volume total de négociation. En 1990, ils représentaient 3%. Il est généralement admis que ce sont ces pressions qui sous-tendent les mouvements de fusion et autres types de regroupements des bourses.

Même si ce sont les mêmes variables de base qui stimulent les fusions et autres ententes entre les bourses, ces dernières se manifestent selon des particularités reflétant leurs marchés propres. Ci-après, certains commentaires sur ce sujet.

a) Europe vs USA

En valeur transigée en actions, le marché européen représente environ 60% du marché des États-Unis. Le nombre de bourses étant plus grand en Europe, donc les marchés plus fragmentés qu'aux USA, l'activité de fusions et d'alliances complétées ou en cours de discussion excède de loin ce qui se passe aux USA. La venue de l'euro cette année a certainement encouragé et facilité ce mouvement. Néanmoins, les forces de restructuration étaient déjà amorcées en Europe. En effet, il était reconnu que les coûts de transactions y étaient plus élevés qu'aux USA. Les intervenants européens ont réalisé que s'ils ne voulaient pas que les Américains viennent prendre une place dominante dans leur marché, ils avaient tout intérêt à se regrouper sans tarder. Alors qu'aux USA, ce sont les bourses dominantes (New York et Chicago) qui se voient attaquées par des systèmes parallèles, en Europe, on est encore à établir qui sera dominant. Les européens doivent tenir compte de sensibilités politiques alors qu'aux USA, ce sont surtout des forces économiques qui sont en jeux.

Sur les 23 regroupements conclus et en négociation recensés par le Pr. Laroche en Europe et aux USA depuis 1997 (annexe II), 13 sont intra-Europe, 7 sont intra-USA (mais quatre impliquent des systèmes privés de négociation) et trois touchent des entités impliquant les deux grands marchés.

En somme, les forces de restructuration sont plus pressantes en Europe parce que leurs marchés sont plus petits et plus fragmentés. Pendant ce temps, le leader mondial incontesté pousse la barre toujours plus haute.

b) Ailleurs dans le monde

Les Américains et les Européens (s'ils agissent vite) ont une place prépondérante sur la planète et il y a fort à parier que dans un avenir prévisible très peu de marchés locaux pourront prospérer sans alliance quelconque avec l'une ou l'autre des forces dominantes mondiales. Même les places boursières les plus locales devront être accessibles mondialement par voie électronique avec une réglementation évoluée et un système de règlement de transactions fiable. Sans cela, elles n'auront ni la liquidité, ni la confiance requises pour conserver l'intérêt de leurs marchés naturels. Nous n'argumentons pas qu'il n'y aura plus de place pour l'existence de places boursières hors USA ou Europe. Néanmoins, les bourses plus petites devront avoir des liens mondiaux et une taille minimale pour assurer une certaine liquidité. Leurs coûts de transaction seront probablement plus élevés mais, jusqu'à un certain point, les marchés naturels seront prêts à payer ce prix, si en contrepartie, ils perçoivent un potentiel de rendement plus élevé que sur les grands marchés.

Si un marché a la taille et le potentiel économique sous-jacent pour faire concurrence aux Américains et aux Européens, c'est bien le marché asiatique. Toutefois, force est de

constater qu'aux points de vue réglementaire et politique, les marchés chinois et japonais sont encore très fermés. La crise économique de l'an dernier n'encourage pas les investisseurs internationaux à y participer. Ces marchés ont considérablement d'efforts à faire pour se moderniser avant d'entrer dans le courant mondial. Ceux qui ont franchi ces étapes sont d'ailleurs dans la ronde du marché global. Singapour, par exemple, est en discussion avec le Chicago Mercantile Exchange et Sydney a annoncé récemment l'initiation de pourparlers avec Singapour.

L'autre grand continent, l'Amérique latine (incluant le Mexique) a modernisé ses installations et sa réglementation durant les dernières années. Le Mexique en particulier a réussi à ralentir l'érosion de son marché vers les USA en effectuant des réformes intérieures (réglementation boursière plus sévère et plate-forme de négociation entièrement électronique). Pour ce qui est des autres places boursières d'Amérique latine, malgré une modernisation de leurs systèmes, il faut rappeler la définition de ce qu'est une bourse : c'est un facilitateur. Si les investisseurs n'ont pas d'intérêt, il ne s'y passera rien. Or la crise économique, l'impact sur les devises brésiliennes et argentines ont éloigné de façon passagère les investisseurs internationaux et même locaux.

En somme, la crise économique et financière sévissant en Asie, avec ses effets en Amérique latine et même en Europe centrale, a affaibli l'intérêt des investisseurs pour ces places de marché. Ceci a eu pour conséquence d'alléger les pressions concurrentielles pour continuer les réformes et faire les investissements nécessaires afin de devenir des bourses de classe mondiale. Il est probable que tant que cette situation perdurera, les grandes entreprises à forte capitalisation de ces régions auront tendance à s'inscrire sur les bourses dominantes des USA et d'Europe. De même les gestionnaires de fonds de ces régions auront tendance à investir l'épargne nationale sur les marchés internationaux. Ce sera donc la formation de capital pour les entreprises de plus petite taille qui fera les frais de bourses locales non-modernisées.

c) Canada

Le Canada représente environ 2% de la capitalisation boursière mondiale. L'intérêt des investisseurs internationaux pour les marchés canadiens a diminué depuis le temps où les investisseurs mondiaux en ressources naturelles voyaient dans le marché canadien un endroit relativement bien organisé et réglementé (exception faite de Vancouver). Aujourd'hui, les investisseurs internationaux n'ont pas un besoin essentiel du Canada et jouissent de multiples options pour transiger dans les ressources naturelles (Australie, Afrique du Sud, commodités et dérivés de celles-ci). Pour ce qui est d'obtenir une exposition aux titres de technologie ou des grandes industrielles, le marché américain leur apporte liquidité, faibles coûts et une devise forte. Pour ajouter à leur choix, les titres des grandes sociétés canadiennes sont inscrites sur les bourses américaines. Plus de 50% de la capitalisation boursière canadienne est « inter-inscrite » aux États-Unis. Pourquoi donc investir au Canada?

Les Canadiens quant à eux, ont résisté au changement avec acharnement. L'obstruction faite à Instinet (réseau privé de négociation d'actions), à la venue de terminaux de Nasdaq, à l'inscription de réseaux privés de négociation d'obligations (Cantor,

Fitzgerald) sont des exemples de résistance au changement. La création de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs (CDS) a heureusement eu lieu; ceci a amené la dématérialisation des titres, facilité le règlement des transactions et réduit les coûts de transaction. Ce n'est que depuis quelques années que les Commissions des valeurs mobilières du pays ont harmonisé leur réglementation pour simplifier les appels à l'épargne à l'intérieur du Canada. Beaucoup d'énergies ont été consacrées par les commissions à s'entendre entre elles tout en préservant leurs juridictions respectives. Quoiqu'essentielles, ces mesures d'harmonisation ont gardé l'attention de la communauté financière sur le marché domestique alors que nos voisins du Sud évoluaient rapidement.

En ce qui concerne les produits dérivés, les marchés se sont développés rapidement aux USA au début des années 1980 suivi ensuite par l'Europe. Au Canada, les bourses ont conclu une trêve concurrentielle se divisant le marché des options et des contrats à terme. C'est ainsi que la Bourse de Montréal s'est vu attribuer les contrats à terme sur titres d'emprunts et celle de Toronto les contrats à terme sur les actions. Les trois bourses se sont partagé les options sur actions. Il en est résulté que ce fut l'affaire de tous et celle de personne. À la défense des bourses canadiennes, les investisseurs canadiens et les gestionnaires professionnels n'avaient aucun intérêt pour ces instruments jusqu'à très récemment. Même les législations caractérisaient ces instruments comme risqués et rendaient leur utilisation difficile. Selon la Bourse de Montréal et McKinsey & Cie, le ratio de sous-développement des produits dérivés au Canada comparativement à la moyenne mondiale se situe entre 7 et 14 fois (annexe III).

Une exception remarquable toutefois a été le développement du contrat à trois mois sur les acceptations bancaires, le « BAX ». Ce contrat fait maintenant partie des contrats à terme les plus négociés au monde. Des enseignements peuvent être tirés pour l'avenir. Lancé en 1988, le BAX a eu un départ lent (quatre ans) et ce n'est que grâce à la persistance de la Bourse et de certaines institutions financières qui ont pris des engagements de quota de volume que le contrat a survécu. En 1992, des banques européennes et des courtiers américains ont commencé à s'intéresser de plus près à ce produit. Avec du recul, on s'explique cet intérêt par le fait que la liquidité dans les Bons du Trésor du Gouvernement du Canada commençait à être insuffisante pour les besoins de marché. Ce phénomène s'est amplifié avec la réduction du programme d'emprunt du Gouvernement fédéral. Les BAX ont comblé ce besoin au point où les contrats ouverts représentent aujourd'hui plus de quatre fois l'encours des acceptations bancaires et plus de deux fois l'encours des Bons du Trésor. La valeur sous-jacente transigée quotidiennement en BAX est de \$30 milliards alors que celle des Bons du Trésor est de \$5 milliards. La recette de ce succès a été fondée sur la persévérance, une bonne analyse des besoins du marché et un consensus entre les bourses et l'industrie financière.

En somme, à cause d'une concurrence de nature géographique entre bourses, courtiers et commissions des valeurs mobilières, la place financière canadienne a maintenu des duplications coûteuses de services et d'investissements et n'a pas su garder le rythme avec le reste du monde. Notre marché des actions dérive progressivement vers les États-Unis et notre marché de produits dérivés n'est pas aussi développé qu'il devrait l'être.

Ce constat sévère mais factuel a mis la table pour le projet de restructuration proposé maintenant par les bourses.

2. ENTENTE ENTRE LES BOURSES CANADIENNES

Le 15 mars 1999, les bourses canadiennes ont ratifié un contrat dont les buts recherchés sont d'améliorer la liquidité de chaque type de produit et de réduire les frais de transaction pour les usagers. La façon d'y parvenir proposée par les bourses est de spécialiser chacune d'entre elles dans un marché spécifique ; ceci aura pour effet de concentrer les volumes de transactions sur une seule place de négociation et d'éliminer les duplications coûteuses tant au niveau des ressources humaines que du développement informatique. Chacune des bourses obtiendra ainsi un caractère national.

Ce contrat se veut une entente de principes d'une durée de 10 ans et il est assujéti à l'approbation des commissions des valeurs mobilières. On y prévoit des échanges d'actifs et d'argent comptant ainsi que la création de guichets de services locaux par voie d'impartition. Cette entente ne prévoit pas toutefois les modalités d'opérations de ces guichets ; il y est prévu qu'une entente ancillaire sur ce sujet devra être conclue avant le 1er juin 1999. L'entente est évidemment silencieuse sur les modifications qui seront requises au cadre réglementaire puisque ce n'est pas du ressort des bourses mais des commissions des valeurs mobilières. On y prévoit également que les membres d'une bourse auront un accès non discriminatoire automatique aux autres bourses. On prétend y garantir la même chose aux entreprises dont les titres sont inscrits au tableau de la Bourse de Montréal mais le Comité exprimera plus loin une réserve sur ce sujet.

En ce qui concerne la Bourse de Montréal, il est prévu qu'elle transfère aux autres bourses ce qui lui reste de volumes en actions et, en contrepartie, elle recevra l'exclusivité de négociation des produits dérivés, une somme de \$28 millions pour lui permettre d'effectuer un développement majeur de ce marché accompagnée d'une plate-forme informatique évaluée entre \$10 M et \$14 M.

Cette entente étant publique, il est inutile de la reproduire ici en détail.

3. COMMENTAIRES ET PRÉOCCUPATIONS

a) Les risques associés à une bourse de produits dérivés

Les produits dérivés sont encore perçus à l'extérieur des milieux financiers comme des jetons de casino. Le Comité ne souscrit pas à cette croyance mais s'est tout de même interrogé sur le profil de risque d'une bourse entièrement dédiée aux produits dérivés et a consulté le vérificateur externe de la Chambre de compensation des produits dérivés du Canada (dont la Bourse de Montréal est déjà actionnaire à 50%).

Il est utile ici de préciser que le risque financier relié à l'opération d'une bourse de produits dérivés se situe au niveau de la Chambre de compensation. Cette dernière voit au règlement de toutes les transactions entre les membres et assure en outre la sécurité financière du marché en s'interposant entre tout membre acheteur et tout membre

vendeur, en appelant les marges, en liquidant le cas échéant les positions des membres défaillants, en surveillant et limitant les positions et finalement en garantissant la bonne fin des transactions. Contrairement à une bourse d'actions qui voit les transactions d'achat et de vente disparaître lors du règlement, dans le cas des produits dérivés, ils vivent dans les livres de la Chambre de compensation jusqu'à leur expiration. De ce fait, il y a là un risque plus élevé.

L'évaluation de ce risque faite par le Comité est qu'il s'agit d'un risque légèrement plus élevé que celui relié à l'opération d'une bourse d'actions. Les lignes de défense érigées pour protéger la Chambre de compensation sont conséquemment plus importantes. L'histoire récente de la Banque Barings à Singapour a illustré que ces lignes de défenses fonctionnent bien et le Comité n'a pas d'exemple de mémoire récente où une bourse de produits dérivés aurait éprouvé des difficultés financières. Il faut souligner qu'en acquérant 100% des actions de la Chambre de compensation, la Bourse de Montréal acquiert également 100% des lignes de défense.

b) La durée de l'entente, les parties qui l'ont signée et la permanence des guichets

Ces questions sont issues de l'anticipation d'une tournure négative des événements. La mauvaise foi ou l'échec ne pouvant pas être exclus, le Comité s'est penché sur ce type de questions. Par exemple, qu'arrive-t-il si les membres de la Bourse de Montréal décident de fermer boutique et/ou de déménager la Bourse ailleurs au Canada ? Le Comité présuppose que l'entente contractuelle sera respectée mais on y prévoit des amendements possibles avec l'accord unanime des parties. Si la Bourse des dérivés s'avère un succès, il est peu raisonnable d'anticiper la fermeture ou le déménagement ; c'est donc en cas d'échec que cette éventualité doit être envisagée. Le Comité est d'avis que dans ces circonstances, Montréal aura raté une belle opportunité mais ne sera pas dans une situation très différente de la situation actuelle. Dans son Avis au Comité, le Pr. Laroche affirme d'ailleurs à la page 8 : « à long terme, nous ne croyons pas qu'une disparition des bourses canadiennes d'instruments financiers dérivés aurait des conséquences économiques irréparables ». En effet, les bourses de produits dérivés américaines prendraient la relève avec le temps.

En dernier lieu sur ce sujet, il faut rappeler que ce sont les bourses qui sont parties à cette entente. Rien empêcherait un ou des membres de l'une d'entre elles de démarrer un système privé de négociations d'actions. Les barrières à l'entrée sont de plus en plus basses. Cela serait plus difficile à mettre sur pied pour les produits dérivés à cause de la plus grande complexité de la Chambre de compensation. Il en résulte donc, qu'à la limite, même si les produits dérivés s'avéraient être un succès retentissant, s'il y avait suffisamment de demande pour développer une bourse locale d'actions, l'entente n'empêcherait pas des tiers non signataires ou un membre d'une bourse d'en mettre une sur pied.

c) La régie d'entreprise des bourses

Chacune d'entre elles deviendra une bourse nationale spécialisée dans son domaine. L'entente entre les bourses énonce un souci d'assurer le service en région. L'entente est toutefois silencieuse quant à la représentativité des régions aux conseils d'administration et aux différents comités des bourses. Le Comité croit que les bourses devraient prendre un engagement plus formel assurant une représentation régionale solide et appropriée.

d) Les courtiers locaux du Québec

Les bourses ont des règles de négociation complexes et élaborées. Les membres qui y transigent acceptent de s'y soumettre et en cas de litige, des mécanismes sont prévus pour les trancher. Le Comité ne croit pas que ces litiges soient d'intérêt public. Il serait souhaitable toutefois que les appels de ces décisions soient entendus localement. Ceci ne devrait pas être un sujet remettant en cause le bien-fondé de la restructuration. En effet, les courtiers s'accommodent depuis plusieurs années des mécanismes existants et si cela veut dire se déplacer à Vancouver, Toronto ou New York, ils n'ont pas le choix d'y aller.

e) Le rôle ancillaire d'une bourse

Traditionnellement, les bourses ont assumé des responsabilités connexes reflétant ainsi leur rôle de leader de la communauté financière. C'était à une époque où la majorité des revenus de la plupart des courtiers membres provenait de commissions sur actions. En 1998, à l'exception de quelques boutiques spécialisées, les revenus provenant des commissions boursières représentaient moins du tiers des revenus totaux des membres

Ainsi, les bourses jouaient le rôle de rassembleur de la communauté financière (courtiers, gestionnaires, investisseurs) par des activités sociales et philanthropiques. Elles assumaient également un rôle éducatif en faisant la promotion auprès du public du fonctionnement des marchés financiers. Tel que mentionné précédemment, elles ont développé également une expertise dans la réglementation de leurs membres. Finalement, elles faisaient aussi la promotion de leurs services pour encourager l'inscription de nouveaux titres.

Le Comité s'interroge à savoir si une bourse spécialisée en produits dérivés est le meilleur endroit pour remplir les fonctions mentionnées ci-haut. La Bourse de Montréal a perdu son leadership dans la communauté financière parallèlement à la perte de son importance pour l'ensemble de ses membres. Sa spécialisation en dérivés lui a fait reprendre de l'importance et lui en fera prendre d'avantage, est-il souhaité, auprès d'une autre communauté financière dont la base sera moins locale. Au point de vue éducatif ou publique, d'où viendra sa légitimité pour promouvoir l'ensemble des produits d'épargne maintenant offerts par les courtiers ? Quant à la promotion auprès des entreprises pour les encourager à inscrire leurs actions en bourse au Canada, elle se fera comme sous-contractant pour d'autres bourses ou elle se fera directement par ces autres bourses. Il en va de même de l'activité de réglementation des membres :

pourquoi une bourse de dérivés réglerait-elle les transactions en fonds mutuels ou la conduite des représentants de ses membres ? Pourquoi réglerait-elle elle-même la solvabilité de ses membres puisque c'est la Chambre de compensation qui assume les risques financiers associés à la solvabilité des membres ?

Finalement, le nouveau mandat de la Bourse représente un défi qui nécessitera l'attention soutenue de son personnel. La question est posée : est-il opportun que la Bourse de Montréal continue de remplir ces fonctions connexes ?

Évidemment, la prochaine question devient : qui le fera alors ? Les courtiers œuvrant au Québec pourraient se regrouper en association, embaucher du personnel, se faire reconnaître par la CVMQ comme Organisme d'auto-réglementation (« OAR ») et remplir des fonctions de rassembleurs, éducateurs et de réglementation de ses membres. Il est peu probable que l'industrie locale soit enthousiasmée à l'idée de créer un autre organisme. Une autre approche serait de reconnaître la section du Québec de l'ACCOVAM. La perception historique de cet organisme au Québec est qu'il est contrôlé de Toronto. C'est particulièrement peu flatteur pour les nombreux bénévoles de l'industrie qui y consacrent leurs énergies; on laisse croire qu'ils ne sont pas capables de penser par eux-mêmes. Quoiqu'il en soit, il est peut-être temps de revoir cette situation. La reconnaissance de la section du Québec de l'ACCOVAM par la CVMQ lui conférerait une responsabilité que ses membres prendraient au sérieux. Sous le parapluie de la CVMQ, les membres de l'ACCOVAM Québec pourraient démontrer qu'ils sont capables de défendre les intérêts du Québec. Ce sont surtout les plus petits courtiers locaux qui craignent la grosse machine de Toronto. Croient-ils qu'ils auraient plus d'influence en se regroupant séparément ? Le Comité croit qu'il est temps que la communauté financière du Québec se serre les coudes autour d'un organisme commun où grands et petits, québécois, canadiens et étrangers, intégrés et spécialisés, se côtoient positivement.

IV. PLAN D'AFFAIRES DE LA BOURSE DE MONTRÉAL

1. DEUX QUESTIONS :

Avant de passer à l'évaluation de ce plan d'affaires, tel que le prévoit son mandat constitutif, le Comité s'est toutefois posé les deux questions fondamentales suivantes : i) la Bourse de Montréal devrait-elle participer à la restructuration des marchés canadiens compte tenu des tendances observées précédemment ? et, ii) la Bourse avait-elle d'autres options que d'accepter les termes de l'entente conclue ?

a) La participation de la Bourse de Montréal à la restructuration

Compte tenu des tendances mondiales observées précédemment, de la part de marché qui reste à Montréal, de la définition de ce qu'est une bourse (i.e. faciliter les transactions d'un grand nombre de participants au coût compétitif que procurent les technologies avancées), des prévisions de la Bourse elle-même, le Comité conclut

que le statu quo est insoutenable et que la Bourse a raison de vouloir participer à une restructuration des marchés.

b) La Bourse de Montréal a-t-elle d'autres options ?

La Bourse a présenté au Comité les quatre options qu'elle a analysées avant de conclure l'entente du 15 mars. Ces quatre options sont :

- i) Attaquer sur tous les fronts.
- ii) Identifier et développer agressivement des niches d'actions et les produits dérivés.
- iii) Survivre en équité et développer agressivement les dérivés.
- iv) Participer à la restructuration du marché canadien en se spécialisant en produits dérivés.

Le Comité n'a pas identifié d'autres options aujourd'hui viables et partage l'opinion de la Bourse que les trois premières options sont soit irréalistes, soit peu prometteuses. Quant à la quatrième option, le Comité ne peut que spéculer sur quels auraient pu être les résultats d'une négociation avec les autres bourses. Par exemple, on pourrait argumenter que Montréal aurait pu conserver la négociation de titres juniors industriels (excluant les ressources naturelles) tout en ayant le mandat national des dérivés. Ceci impliquerait qu'il y aurait nécessité de maintenir deux infrastructures de titres juniors (une dans l'Ouest pour les ressources naturelles et une à Montréal pour les industrielles) et que le Canadian Dealing Network de Toronto se saborde au profit de l'Ouest et de Montréal. Le Comité ne veut présumer de rien mais il croit peu probable que la Bourse de Montréal, compte tenu de ce qu'elle pouvait offrir dans cette négociation, ait pu convaincre les autres bourses de faire de telles concessions. Quoiqu'il en soit, toute négociation amène des compromis. Dans les circonstances, le Comité doute que la réouverture des négociations, si elle était possible, apporterait une amélioration si grande qu'il vaille la peine de courir le risque de perdre l'opportunité qui se présente.

2. DESCRIPTION

Le Comité a eu le bénéfice de trois présentations du plan d'affaires développé par la Bourse de Montréal afin de s'acquitter du nouveau mandat de développer les produits dérivés au Canada. Comme tout plan d'affaires, il prévoit différents scénarios avec des hypothèses sous-jacentes. Le Comité a eu accès aux informations requises.

Encore une fois, il ne s'agit pas de présenter ici tous les détails de ce plan d'affaires mais plutôt d'en relater les grandes lignes. La Bourse a identifié six impératifs stratégiques :

1. Protéger les acquis sur les dérivés sur taux d'intérêt et les faire progresser.
2. Promouvoir les options et contrats à terme sur les titres et indices boursiers pour édifier une masse critique.
3. Développer et mettre en marché de nouveaux produits en temps opportun et sur une base continue.
4. Attirer de nouveaux participants au marché.
5. Implanter une plate-forme de négociation automatisée.
6. Faire modifier le cadre réglementaire.

Pour rencontrer ces impératifs stratégiques, la Bourse a identifié deux facteurs-clés de succès :

- 1) La réussite de l'implantation d'une nouvelle plate-forme de négociation automatisée.
- 2) Sa capacité à constituer une équipe d'experts de calibre mondial.

Il découle de ce qui précède que la Bourse prévoit des transformations importantes de son profil et que ces transformations ne pourront s'opérer sans investissements de capitaux importants. Globalement, la Bourse prévoit des investissements d'environ \$20 millions durant les cinq prochaines années pour implanter sa nouvelle plate-forme automatisée et l'adapter de façon continue aux besoins du marché. En plus, des dépenses d'entretien annuelles de \$5 M sont prévues en technologie. Au niveau des ressources humaines, elle prévoit la constitution d'une équipe de 15 à 20 personnes dont la rémunération serait de \$3 M annuellement, équipe appuyée d'un budget de développement et promotion d'environ \$2M. Les chiffres correspondants pour les produits dérivés en 1998 étaient de \$700,000 et de \$1.5M.

Au chapitre des revenus, la Bourse a prévu trois scénarios dont la variante principale est la vitesse de rattrapage du marché canadien des dérivés par rapport au niveau de développement des marchés dérivés mondiaux. Le scénario prévu est un rattrapage linéaire sur dix ans à un niveau de développement équivalent à 55% de ce qui est atteint dans le monde. Le Comité s'est penché sur les projections à cinq ans jugeant trop aléatoires les projections à dix ans.

3. ÉVALUATION DU PLAN D'AFFAIRES

Les orientations stratégiques sous-jacentes au plan d'affaires ont été évoquées au chapitre précédent. Les impacts et retombées sur l'économie du Québec et les considérations macro-économiques seront discutés au chapitre suivant. Le Comité a examiné les scénarios projetés par la Bourse, leurs hypothèses, leurs projections financières. Plus précisément, le Comité a examiné le réalisme des projections de revenus et, à la lumière des facteurs-clés de succès identifiés précédemment (technologie et ressources humaines), a porté une attention particulière aux projections de dépenses.

a) Revenus

Les projections de revenus sont fondées sur les hypothèses suivantes :

- i) Le marché des titres sous-jacents croît de 10% par année. Ceci reflète la croissance moyenne des volumes depuis 40 ans pour les 12 pays les plus développés.
- ii) Les trois scénarios projetés se différencient par les hypothèses de rattrapage au niveau moyen mondial de développement des dérivés. Ceci se traduit pour le scénario prévu i.e. un rattrapage à 55% du ratio de développement mondial moyen, par une croissance des revenus de 28% par an pour les options, les produits indiciels et nouveaux produits et de 19% par an pour les produits reliés aux taux d'intérêt. Quant au BAX, aucun rattrapage n'est prévu, le produit étant déjà bien développé.

En soi, prévoir un rattrapage à 55% du niveau mondial de développement des dérivés sur une période de dix ans n'a rien de déraisonnable, au contraire. Les taux de

croissance annuelle sont toutefois élevés, surtout qu'une partie de cette croissance est escomptée provenir de produits qui n'existent pas à l'heure actuelle. Cependant, à court terme, les revenus provenant de dérivés passeront de \$10 M en 1998 à \$19 M en 2001. Ceci peut paraître agressif mais il faut se souvenir qu'environ la moitié de cette augmentation proviendra des volumes existants transférés de Toronto. Il faut également garder à l'esprit que les taux de croissance dans le secteur financier sont depuis plusieurs années loin devant les taux de croissance de la plupart des autres industries. Le Comité est donc confortable avec ces projections.

b) Dépenses projetées

Le Comité s'est interrogé sur le budget consacré à la création d'une équipe de produits dérivés. La Bourse prévoit le recrutement d'une équipe d'une vingtaine de personnes dirigée par trois ou quatre chefs d'équipe haut-salariés (provenant en partie de l'extérieur du Québec). Vu la faiblesse du dollar canadien, les frais et bonis de recrutement et la rémunération élevée versée par l'industrie pour les personnes ayant le profil désiré, le Comité croit que la Bourse sous-estime le coût relié à cette équipe.

En ce qui concerne les dépenses technologiques, elles sont notoirement imprévisibles dans toutes les sphères d'activité économique. Même s'il n'a pas évalué le risque technologique, le Comité constate néanmoins que la Bourse a prévu consacrer des sommes significatives à cette activité. Au point de vue investissement, la Bourse prévoit dépenser \$21 millions sur deux ans sans compter la valeur estimée de la plateforme transférée de Toronto évaluée à environ \$10 millions. Quant aux dépenses d'entretien et de fonctionnement, elles sont diminuées de moins de \$1 M sur deux ans et cela malgré l'abandon d'un système vétuste (actions) et l'installation d'un système moderne (dérivés).

Pour ce qui est des autres dépenses, la Bourse a posé comme hypothèse qu'elle conservait toutes les fonctions ancillaires qu'elle remplit actuellement. Les fonctions réglementaires entre autres sont maintenues puisqu'il n'est pas du ressort de la Bourse de statuer sur le futur cadre réglementaire. Selon la Bourse, bien que nécessitant des dépenses, ces types d'activités procurent des revenus qui les compensent. Suite aux interrogations du Comité, les dirigeants de la Bourse ont admis qu'ils avaient été conservateurs à ce chapitre.

Dans l'ensemble, le Comité conclut que les dépenses projetées dans le scénario prévu semblent raisonnables tout en reconnaissant que la maîtrise technologique et la qualité des ressources humaines sont des facteurs critiques de succès.

c) Potentiel et risques du plan d'affaires

La firme McKinsey & Cie, consultants internationaux réputés et aviseurs de la Bourse, a présenté au Comité un tableau indiquant le ratio de développement des marchés canadiens de produits dérivés par rapport à la moyenne mondiale (annexe III). À l'exception du BAX, le marché canadien est sous-développé. Les projections de la Bourse sur dix ans, en présumant que le Canada atteindrait un ratio de développement

de 55% de la moyenne mondiale, indiquent des revenus totaux de \$84 millions comparativement à \$21.8 M l'an prochain.

La méthode de projection financière utilisée par la Bourse prévoit l'introduction d'un seul nouveau produit i.e. un contrat sur l'indice S & P 60 et une croissance ordonnée de celui-ci. L'expérience semble indiquer qu'en réalité le cycle de lancement d'un produit est de plus en plus court. Les contrats sur l'électricité et le gaz naturel ont mis moins de 3 ans à démarrer aux États Unis (New York et Chicago) et une fois démarrés, leur croissance a dépassé de loin le taux utilisé par la Bourse. Il suffit donc que la Bourse de Montréal réussisse avec un seul produit et les projections seront excédées. Ce produit pourrait être le nouvel indice S & P 60 mais ce pourrait être également la relance d'un contrat sur taux d'intérêt à long terme qui fait défaut au Canada. Les leçons apprises du contrat BAX et les indications des plus grandes institutions du pays, incluant la Banque du Canada, portent à penser qu'il y a là un potentiel très prometteur. La Bourse a quant à elle identifié un contrat sur les pâtes et papiers mais sans y accorder de valeur dans ses projections vu que les études de marché ne sont pas faites. Avec une équipe créative, le Comité a confiance que la Bourse pourrait identifier et mettre en marché d'autres produits gagnants.

Le corollaire de ce qui précède est le risque relié à ce type de potentiel. Beaucoup de produits dérivés ont été lancés à travers le monde (y compris certains à Montréal) et plusieurs ont été des échecs. De plus, un succès aujourd'hui n'est pas éternel. Les besoins des marchés changent et la concurrence est féroce. Le BAX a ainsi fait l'objet d'assauts de la part de Chicago. Le contrat sur les obligations allemandes a été volé à Londres par Frankfort en peu de temps. La Bourse de Montréal est donc présentement vulnérable n'ayant qu'un seul produit vedette.

La fin de la concurrence entre les bourses, l'éveil des institutions canadiennes aux produits dérivés et les investissements que s'appête à effectuer la Bourse devraient lui permettre de profiter de cette conjoncture. Elle devrait pouvoir compter sur des produits qui attirent des clientèles différentes. Ainsi un produit sur les pâtes et papiers n'intéressera pas la même clientèle que celle qui transige sur les options sur actions ou que celle intéressée par les contrats sur les taux à long terme. Une certaine diversification du risque devrait donc s'opérer naturellement.

À cause de ce qui précède, le Comité a voulu examiner le scénario pessimiste de spécialisation. L'hypothèse fondamentale derrière ce scénario est que rien ne décolle et que les produits dérivés ont la même croissance que les produits sous-jacents soit 10% par année. Le Comité voulait évaluer la capacité financière de la Bourse à faire face à un départ lent. Les projections indiquent que les liquidités de la Bourse seraient suffisantes pour cinq ans sous ce scénario. Or il est raisonnable de penser qu'on n'attendrait pas cinq ans avant de réagir; de plus, les dépenses prévues pourraient être compressées pour dégager de la marge de manœuvre supplémentaire.

Néanmoins, le Comité souligne l'importance pour la Bourse de réussir ses premières initiatives. Le succès du BAX à Montréal a attiré l'attention d'investisseurs à travers le

monde. Il serait plus sage de bâtir sur une série de petits succès que de tenter de faire des coups de circuit.

d) Conclusion

Les produits dérivés constituent un bon potentiel de développement pour la Bourse. Même si les craintes du Comité quant à l'insuffisance de fonds consacrés à l'embauche de l'équipe de dérivés étaient justifiées, la Bourse aurait assez de flexibilité financière pour corriger le tir. Quant à la technologie, les sommes consacrées paraissent suffisantes, le choix d'une plate-forme établie et la proximité de ressources compétentes à Montréal réduisent ce risque. En somme, le Comité juge crédible le plan d'affaires de la Bourse.

V. IMPACT SUR L'ÉCONOMIE DU QUÉBEC

Le nouveau rôle proposé de la Bourse de Montréal et la restructuration des marchés financiers canadiens entraînent des changements significatifs. Il est normal et prudent de s'interroger sur les impacts de cette restructuration. Le Comité a abordé la question sur un angle macro-économique en cherchant des précédents d'où des enseignements pourraient être tirés. Le Pr. Laroche a été consulté sur ce sujet. Certaines de ses conclusions (auxquelles le Comité souscrit) sont reproduites ci-après :

« L'importance des marchés boursiers d'actions varie passablement d'un pays développé à l'autre... Ces données donnent un aperçu que les pays développés n'ont pas tous un système financier qui accorde la même place aux bourses d'actions...

Ces résultats, bien que sommaires, indiquent que les marchés boursiers d'actions sont moins importants au Canada et au Québec que dans les pays développés. Par conséquent, il est permis de penser qu'une éventuelle restructuration des places boursières canadiennes pourrait avoir un impact moins important ici que chez nos principaux partenaires commerciaux.

La taille du marché boursier d'actions, leur degré d'intégration internationale et la volatilité des cours boursiers ne sont pas très fortement reliés à la croissance économique.

C'est le degré de liquidité qui semble constituer la caractéristique des marchés boursiers d'actions qui contribue le plus à la croissance économique, et particulièrement, à la formation du capital... »¹

Le Pr. Laroche poursuit en émettant l'opinion que si la tendance aux regroupements des bourses se maintient, il est permis de croire que le lien entre le développement économique d'une région et le fonctionnement des bourses d'actions risque de s'amoinrir.

¹ Avis sur le projet de restructuration des marchés boursiers canadiens, Pr. Pierre Laroche, Ph.D, 1^{er} avril 1999, p. 6-7

En ce qui concerne les bourses de produits dérivés, il n'y a pas d'études démontrant une corrélation positive ou négative avec le développement économique. Toutefois, selon le Pr. Laroche, on peut affirmer que la présence de bourses de dérivés contribue de façon assez importante à une meilleure allocation des ressources financières. Il demeure une perception que les produits dérivés servent seulement à quelques spéculateurs. En fait, il s'agit d'un mécanisme qui permet d'échanger des risques à des coûts minimales pour plusieurs types d'intervenants, pas seulement des institutions financières. À plus long terme, la fréquence et la variété de ces échanges de risques devraient croître au fur et à mesure où de nouveaux produits sont créés et que le public y participe plus activement.

Outre l'angle macro-économique de cette réflexion, le Comité s'est interrogé sur l'impact pratique de cette restructuration sur les intervenants de la place de Montréal (employés de la Bourse, investisseurs privés, institutionnels, grandes entreprises, PME, courtiers, avocats, comptables). Les membres du Comité étant eux-mêmes des praticiens d'expérience provenant de la plupart de ces secteurs, ils ont pu se fier à leur expérience. Vu l'importance particulière accordée à l'impact sur les PME, ce sujet a été abordé séparément. De plus, des vérifications anecdotiques ont pu être faites par des membres du Comité auprès de leurs réseaux respectifs.

1. IMPACT ÉCONOMIQUE SUR LES PME DU QUÉBEC

Il y a deux aspects importants à analyser concernant les plus petites entreprises du Québec. Tout d'abord, le transfert des compagnies présentement inscrites à la Bourse de Montréal vers l'une ou l'autre des bourses d'actions canadiennes et deuxièmement l'accès au marché des capitaux pour les entreprises désireuses de faire un premier appel public à l'épargne (« PAPE »).

a) Le transfert des sociétés inscrites à Montréal vers les autres bourses

En ce qui concerne le transfert des titres présentement inscrits à la Bourse de Montréal, l'entente entre les bourses prévoit un transfert automatique à l'une ou l'autre des bourses en appliquant de façon non discriminatoire les règles d'inscriptions existantes. La Bourse de Montréal a soumis au Comité les renseignements suivants :

- ♦ sur 573 compagnies inscrites à Montréal, 378 sont inter-inscrites donc membres d'une autre bourse (Toronto ou USA). Seules quatre compagnies sont inter-inscrites exclusivement avec l'une des bourses de l'Ouest;
- ♦ 195 compagnies sont donc inscrites exclusivement à Montréal dont 118 sont des sociétés d'exploration d'hydrocarbures ou de mines;
- ♦ parmi les 77 PME industrielles, 43 ne se qualifieraient pas automatiquement à la Bourse des grands marchés (Toronto);
- ♦ de ces 43 sociétés, il est estimé que la moitié pourrait se qualifier sur le grand marché sur demande d'exemption et l'autre moitié devrait s'enregistrer sur le second marché (Ouest) ou envisager une migration sur NASDAQ aux USA.

En somme, en considérant que les compagnies d'exploration de ressources naturelles iraient d'office dans l'Ouest, il y aurait environ une vingtaine de sociétés sur les 573

inscrites à la Bourse de Montréal qui se verraient forcées de s'inscrire dans l'Ouest. Une étude indépendante, commandée par un membre du Comité, a établi plutôt ce nombre à sept sociétés.

Le Comité a toutefois observé une iniquité dans l'ordre proposé des choses. Les normes minimales de maintien au tableau de la Bourse de Toronto (comme Montréal d'ailleurs) sont moins élevées que les normes d'inscription initiale. Aux termes de l'entente entre les bourses, les entreprises inscrites à Montréal qui ne rencontrent pas les normes d'inscription au tableau de Toronto, se verront inscrites sur la Bourse du second marché dans l'Ouest. Il s'ensuit que les sociétés inscrites uniquement à Montréal qui rencontrent les règles de maintien mais non celles d'inscription se verraient défavorisées par rapport à leurs concurrentes dans une situation identique déjà inscrites à Toronto. Ceci ne paraît pas équitable aux membres du Comité. D'après l'entente, les bourses d'actions doivent immédiatement entamer des discussions pour bien définir les normes d'inscription départageant l'admissibilité des sociétés au tableau de la Bourse de Toronto et au tableau du second marché dans l'Ouest. À la suite de ces discussions, les titres seront acheminés à la bourse appropriée. Le Comité est d'avis que les entreprises inscrites à Montréal ne devraient pas faire l'objet d'une détermination de leur lieu d'inscription avant que l'exercice ne soit entamé pour les entreprises inscrites à Toronto. Le Comité souhaite donc qu'une mesure transitoire soit adoptée permettant aux entreprises inscrites à Montréal de migrer vers la Bourse de Toronto (si c'est leur souhait) en attendant la mise en vigueur de nouvelles normes applicables à toutes les sociétés canadiennes.

Par ailleurs, un commentaire additionnel s'impose concernant les bourses de l'Ouest. Il a été fréquemment mentionné que le transfert de Montréal à l'Ouest est une démotivation car les bourses de l'Ouest ont mauvaise réputation dans le monde. Il faut souligner que cette réputation, bien qu'encore présente, est en voie de changement ; en effet, les événements donnant prise à cette réputation remontent pour la plupart aux années 1980. Au début des années 1990, les règles ont commencé à se resserrer à la Bourse de Vancouver et en 1995, l'industrie des valeurs mobilières locale, de concert avec la Commission des valeurs et le Gouvernement de la Colombie Britannique ont effectué des changements qui font que cette place est maintenant beaucoup mieux réglementée. Il est ironique d'ailleurs que le plus gros scandale de la décennie et peut-être de l'histoire a eu lieu sur le parquet de la Bourse de Toronto : Bre-X. De plus, la Bourse de Vancouver a été la première au Canada à se doter d'une plate-forme entièrement automatisée et possède une bonne expertise en systèmes et en gestion d'inscriptions de sociétés en émergence ou de ressources naturelles. Le Comité ne souscrit donc pas à la théorie qui veut que les sociétés « bannies » dans l'Ouest verront leurs multiples d'évaluation diminués à cause de leur inscription. Ces sociétés n'ayant généralement pas atteint un stade de développement produisant des bénéfiques, il faut se demander de quels multiples on se préoccupe.

Finalement, Vancouver et Calgary, aux termes de l'entente entre les bourses, doivent fusionner leurs opérations. Le site de la bourse fusionné n'a pas encore été annoncé et il y a fort à parier que le nom de Vancouver n'apparaîtra pas dans la nouvelle dénomination sociale. Il est également probable que Toronto et Montréal changent leur

dénomination sociale pour mieux refléter leur nouveau profil. La communauté devra donc simplement s'habituer à l'existence de trois bourses ayant des mandats pan-canadiens.

b) Les premiers appels publics à l'épargne (« PAPE »)

Le deuxième aspect de l'impact économique de la restructuration sur les PME concerne les PAPE, l'accès au capital et les services de nouvelle inscription en bourse. Dans son Avis, le Pr. Laroche conclut :

« En résumé, nous ne croyons pas que le projet de restructuration constitue une menace pour le bon financement des entreprises québécoises. Certes, à court terme, les entreprises (surtout les plus petites œuvrant dans les secteurs traditionnels) devront s'ajuster à la nouvelle situation, mais à plus long terme, toutes pourraient bénéficier de la nouvelle situation. »

Bien que souscrivant à cette conclusion, le Comité a choisi d'approfondir sa réflexion sur ce sujet car l'accès aux capitaux pour les PME du Québec est une préoccupation importante.

La perspective de l'absence physique d'une bourse d'actions au Québec a porté le Comité à s'interroger sur deux plans. Tout d'abord, quelle est l'importance de la présence d'une bourse régionale dans la formation de capital et ensuite, dans l'hypothèse d'une telle absence, quels moyens peuvent être mis en place pour faciliter l'accès des PME à une bourse dont le siège social est situé ailleurs au Canada.

En ce qui a trait à l'importance relative d'une bourse régionale dans la formation de capital, le Comité a été informé de l'existence d'études réalisées il y a quelques années par la firme McKinsey & Cie pour le compte d'institutions financières montréalaises, dont la Bourse de Montréal. Ces études tendaient à démontrer que la présence d'une bourse à Montréal était moins importante pour les PME que la présence de capital de risque. Or Montréal s'est dotée d'une forte concentration de capital de risque aux stages de démarrage mais il y a une pénurie de capital de deuxième et troisième ronde. La conséquence de cela est que les PME du Québec ont eu tendance à s'inscrire en bourse prématurément, d'où une performance boursière en prix et en liquidité relativement moins bonne. Selon la Bourse, les PME qui procèdent à un PAPE au Canada voient les prix de leurs actions fondre en moyenne de 40% durant les 18 premiers mois suivant leurs inscriptions alors que le chiffre correspondant aux USA est une baisse de 16%. Il est donc permis d'affirmer que la présence de capital de risque de niveau intermédiaire est une urgence plus grande sur la place financière de Montréal que celle de maintenir une bourse d'actions. Si les PME du Québec se rendaient à un stade de maturité plus avancé avant de procéder à un PAPE, elles bénéficieraient de marchés plus vastes et de meilleures conditions lors de leur introduction en bourse. Ces observations rejoignent donc celles du Pr. Laroche quant à l'impact relativement peu important de la restructuration sur la formation de capital pour les PME.

Nonobstant ce qui précède, le Comité reconnaît tout de même qu'il faut que les PME du Québec puissent avoir accès à une bourse même si cette dernière n'est pas nécessairement localisée à proximité.

Les articles 1.5 et 3.1 de l'entente entre les bourses sont très clairs à l'effet que les bourses entendent satisfaire les besoins régionaux et particulièrement assurer l'accès à la même étendue de services et aux mêmes endroits qu'actuellement. On y spécifie un engagement des bourses de garantir aux émetteurs la même qualité de service que présentement en ce qui concerne l'accès aux marchés des capitaux. Les deux bourses d'actions au Canada se sont donc engagées à opérer des bureaux, que nous appelons guichets, aux endroits où présentement l'une d'elle offre des services. On y prévoit des ententes intérimaires entre les bourses pour s'assurer que ces objectifs seront atteints. Le Comité ne doute pas de la bonne foi des bourses d'autant plus qu'il est dans leur intérêt de maintenir un niveau de service élevé ; rappelons-nous que les bourses canadiennes, même après la restructuration, ne seront pas en situation de monopole.

Néanmoins, le mode d'opération et les types d'activités qui y seront conduits feront l'objet d'une entente séparée dont nous ne connaissons pas la teneur à ce moment-ci. Le Comité est donc préoccupé par le contenu de cette convention ancillaire. Si les bourses d'actions entendent opérer des casiers postaux dont la seule responsabilité est d'acheminer le courrier au siège social, l'intérêt des émetteurs du Québec sera mal servi. Ces guichets devront donc être décisionnels localement afin d'assurer que des déplacements à Toronto ou dans l'Ouest, accompagnés d'experts légaux et comptables ne soient pas nécessaires pour régler chaque problème. Il va sans dire que le service doit être disponible en français. Un mécanisme impartial d'appel des décisions doit être prévu permettant aux représentants locaux d'exercer leur compétence sans risque de pressions indues. Le Comité a délibéré longuement sur la nature de ce mécanisme d'appel. Devrait-il être situé directement à la Commission des valeurs mobilières ou devrait-il être laissé aux bourses elles-mêmes. Le Comité a jugé que le système d'auto-réglementation de l'industrie a fait ses preuves et qu'il devrait continuer de pouvoir fonctionner. Il croit donc que le mécanisme d'appel devrait être laissé aux bourses à condition que cet appel s'exerce localement dans la juridiction d'origine de l'émetteur qui veut avoir accès au marché et que la commission des valeurs mobilières de cette juridiction soit le forum ultime d'appel d'une décision d'une bourse. Le Comité estime rare les circonstances où une commission devrait trancher un tel litige et c'est ainsi que ce doit être. Il n'y a pas de raison que l'état intervienne dans ce genre de disputes et le simple fait qu'une des parties peut y avoir recours devrait être un incitatif à garder le système équilibré.

De plus, afin d'éviter le shopping entre les guichets, un émetteur devrait être tenu de faire affaires avec le guichet de la juridiction où est située sa principale place d'affaires. Ceci n'empêcherait pas le fonctionnement actuel de choix de juridiction pour le dépôt des prospectus et assurerait aux guichets locaux un volume suffisant pour justifier le développement d'une expertise décisionnelle non seulement au niveau du guichet mais également au niveau des services ancillaires qui gravitent autour d'une place financière. Bien que n'ayant pas fait d'étude exhaustive, ce modèle s'inspire du modèle européen de juridiction d'origine. Les émetteurs européens peuvent avoir accès au marché de leur

choix mais, au plan réglementaire, ils relèvent de l'autorité de leur pays. En formulant cette opinion, le Comité s'est assuré que cette approche ne constituerait pas une entrave au libre choix des entreprises de se financer là où elles le désirent.

c) Scénario de renégociation de l'entente

Le Comité a longuement débattu de l'impact de l'entente proposée sur les PME du Québec étant donné le rôle fondamental des PME dans l'économie du Québec. Dans ce contexte, une des alternatives discutées par le Comité a été celle de renégocier les termes de l'entente pour maintenir à Montréal une bourse limitée à la négociation d'actions des PME du Québec tout en conservant l'exclusivité proposée pour les produits dérivés. De façon à réduire les coûts technologiques, les bourses pourraient convenir entre elles de créer une plate-forme informatique commune et chacune d'entre elles pourrait ainsi gérer son propre système d'inscription en bourse et appliquer des règles de négociation qui lui sont propres sur le marché secondaire.

Cette approche nécessite une renégociation en profondeur de l'entente entre les bourses. Tout d'abord, le risque premier d'une renégociation est que les autres bourses conviennent d'une entente entre elles et laissent le statu quo à Montréal. La réouverture des négociations entre les bourses, si ces dernières acceptaient de le faire, comporte des risques significatifs. Cette marginalisation serait fatale pour Montréal. Le scénario du statu quo a été analysé par le Comité et il est clairement ressorti que la Bourse n'aurait pas les capitaux pour investir les sommes requises dans les ressources humaines et technologiques pour faire face à la concurrence. Le Comité ne peut donc pas souscrire à l'idée de risquer de faire perdre à Montréal une opportunité de recevoir des investissements de \$40M pour développer une expertise en produits dérivés en forçant la Bourse de Montréal à maintenir un tableau d'actions de PME qui pourrait être créé ultérieurement avec d'autres capitaux si la demande se faisait sentir. Afin de relativiser l'importance de cette question, il faut rappeler que le nombre de nouvelles inscriptions exclusives à la Bourse de Montréal a été de trois en 1998 et de cinq en 1997.

En dernier lieu, la proposition de maintenir à Montréal une bourse d'actions de PME sur une plate-forme technologique commune à toutes les bourses, en supposant répétons-le que les autres bourses acceptent cette alternative, apporte très peu de réconfort additionnel aux PME comparativement à des guichets bien encadrés selon les recommandations du Comité. Par contre, cette proposition maintiendrait la concurrence entre les bourses canadiennes, concurrence qui se manifesterait par l'affaiblissement des normes d'inscription et de maintien, des règles de négociation variables, des coûts plus élevés et des inscriptions multiples. La viabilité financière d'une telle bourse est sérieusement mise en doute par le Comité. Le maintien d'une bourse sur laquelle se transigeraient 100 à 200 titres de PME peu liquides n'est pas de nature prometteuse. Outre la question de la viabilité financière, le Comité a été informé que si les PME craignent d'être perdues dans l'univers d'une bourse nationale, de nombreuses PME sont tout autant inquiètes des conséquences qui découleraient du peu d'intérêt de la communauté financière à l'égard d'une bourse où se transigerait un nombre restreint de titres de petite capitalisation.

Après analyse approfondie, les recommandations proposées au Ministre sur l'accès aux capitaux et services pour les PME du Québec constituent la meilleure façon de garantir l'accès à un marché public dynamique et efficace.

2. IMPACT ÉCONOMIQUE SUR LES AUTRES PARTICIPANTS AU MARCHÉ

a) Public investisseur privé

La réaction du public investisseur est en général négative à la perte du tableau des actions de la Bourse de Montréal et la méconnaissance générale des produits dérivés fait que cette contrepartie ne rassure pas sur la sagesse de ce changement. Toutefois, lorsque les conseillers en placements qui servent ces investisseurs sont interrogés, on constate que le public investisseur ne spécifie que très rarement le parquet de la Bourse où il souhaite voir exécuter ses transactions ; il spécifie plutôt l'exécution au meilleur prix. C'est d'ailleurs ce qui fait qu'avec le temps les volumes boursiers se concentrent sur les places les plus efficaces. L'effet de cette restructuration sera donc transparent pour lui. Il continuera de donner ses ordres aux mêmes personnes, au même endroit et de la même façon qu'avant. En fait, ce qui importe pour les investisseurs privés, c'est le lien avec leur conseiller en placement, lien qui n'est pas affecté par la restructuration.

b) L'investisseur institutionnel

Encore plus que l'investisseur individuel, l'institution financière exécutera ses ordres sur la bourse lui offrant le meilleur prix et les frais les plus bas. La performance des portefeuilles est la variable critique sur laquelle sont évalués les gestionnaires de fonds professionnels. Plusieurs, depuis longtemps, ont montré un préjugé favorable à l'égard de la place boursière de Montréal ; les pressions concurrentielles grandissantes ont fait que ce préjugé favorable ne peut plus être appliqué s'il se fait au dépend des coûts d'exécution. Même la Caisse de dépôt et placement du Québec, qui a été l'un des plus fidèles supporteurs de la Bourse de Montréal au fil des ans, ne parvient plus à faire exécuter que 40% de son volume à Montréal. Les institutions montréalaises doivent acheminer leurs ordres là où leurs contreparties acheminent les leurs, contribuant ainsi à la concentration des volumes sur d'autres places boursières. Certains investisseurs ont même mentionné un intérêt renouvelé pour les produits dérivés sur la devise américaine afin de limiter leur risque lors de l'exécution de transactions aux USA.

c) Les grandes entreprises

Les grandes entreprises inter-inscrites sur plusieurs bourses voient une très petite part de leur volume exécutée sur la Bourse de Montréal. Pour ces entreprises, le transfert de leur volume montréalais vers les autres bourses ne fait qu'améliorer la liquidité de leurs titres sur ces places et élimine leurs coûts d'inscription et de maintien à la Bourse de Montréal. Il n'y a donc aucun impact négatif pour ces entreprises.

d) Les employés à la Bourse de Montréal

Il faut distinguer les employés de la Bourse de ceux des courtiers travaillant à la Bourse. En ce qui concerne les employés de la Bourse, cette dernière estime à environ 25 les pertes d'emplois reliées à la disparition des actions et à des gains d'environ 20 emplois reliés aux produits dérivés. Le Comité estime toutefois que le changement de vocation de l'institution et la modernisation de la plate-forme de négociation entraîneront des changements continus au cours des prochaines années. Le Comité n'est pas en mesure de prévoir le nombre d'emplois perdus ou créés à la Bourse mais il est confiant que la qualité des emplois qui s'y retrouveront sera rehaussée.

Pour ce qui est des employés des courtiers membres travaillant à la Bourse, il est estimé qu'environ 65 d'entre eux seront touchés à court terme. La Bourse estime que 50 d'entre eux seront affectés à d'autres tâches par les membres. Une vérification sommaire auprès des principaux courtiers de Montréal confirme cet estimation.

Quant à l'avenir, si le passé est garant du futur, il suffirait d'un seul produit à succès pour entraîner des retombées significatives. En effet, toujours d'après la Bourse, entre 1994 et 1998, le nombre d'emplois reliés aux négociateurs indépendants (locals) est passé de 30 à 150 grâce au succès du BAX. Un nouveau produit vedette devrait entraîner la création de nouveaux emplois dans le même ordre de grandeur. Ceci exclut les emplois potentiels en négociateurs et analystes de toutes sortes chez les utilisateurs de produits dérivés.

e) Les courtiers en valeurs mobilières

Au point de vue opérationnel, la restructuration n'entraînera que des changements mineurs dans les logiciels d'acheminement des ordres des clients. Sur le plan économique, la restructuration devrait éliminer des duplications et entraîner des diminutions de coûts dont une partie sera probablement refilée à la clientèle. L'incertitude quant au futur cadre réglementaire entraîne aussi des interrogations sur l'impact de la restructuration sur certains courtiers québécois et de l'ouest canadien. En effet, présentement, les bourses de Montréal et de l'Ouest exercent une fonction de réglementation des membres. Comme organismes d'auto-réglementation, ces bourses se sont vues déléguer par leurs commissions des valeurs mobilières, la responsabilité de l'inspection professionnelle et financière de courtiers opérant sur leur territoire. Le problème ne se pose pas en Ontario car la Bourse de Toronto, il y a quelques années, a transféré sa fonction de réglementation des membres à l'ACCOVAM. Mais au Québec, une bourse spécialisée en produits dérivés devra-t-elle maintenir ses services de réglementation de membres dont certains ne transigent à l'heure actuelle que très peu de dérivés ?

L'entente entre les bourses garantit l'accès des membres d'une bourse aux autres bourses. Seuls cinq membres sur les 78 membres de Montréal ne sont pas inscrits à une autre bourse. Ceci ne devrait donc pas poser de problèmes. Il n'en demeure pas moins que des courtiers locaux pourraient craindre de devoir se déplacer à Toronto pour régler les questions courantes d'opération et de réglementation. Cela souligne à

nouveau l'importance du fonctionnement du guichet de services et du futur cadre réglementaire.

En dernier lieu, le Comité s'est interrogé sur l'effet de la restructuration sur la présence d'analystes financiers à Montréal, tant chez les courtiers que chez les institutions. Le Comité a noté une tendance ces dernières années à une localisation des analystes plus près des sièges sociaux des secteurs boursiers qu'ils suivent, particulièrement lorsqu'il s'agit d'industries où les sièges sociaux sont concentrés dans une région (ex. pétrole à Calgary, papier à Montréal). On peut affirmer qu'en général l'éparpillement géographique des analystes a été permis par les avances technologiques en matière de communication. Ceci permet aux courtiers et institutions d'embaucher la meilleure personne disponible peu importe où elle veut travailler. Il n'en demeure pas moins que le centre financier canadien s'est déplacé à Toronto et que cela en soi exerce une forte attraction vers cette ville. Le fait que la Bourse de Montréal ne transige plus que des produits dérivés est une considération secondaire. Finalement, la contrepartie est que, si Montréal relève bien le défi des dérivés, cela créera une force d'attraction pour les analystes en produits dérivés.

f) Les services connexes

Une communauté de services de toutes sortes (avocats, comptables, imprimeurs, traducteurs, etc) gravite autour d'une bourse. Depuis plusieurs années, avec le déplacement du centre financier canadien vers Toronto, l'importance et l'expertise reliées à ces services a également suivi à Toronto. Le Comité est préoccupé par la potentielle accélération de ce phénomène. Encore là, le fonctionnement du guichet et le cadre réglementaire joueront pour beaucoup dans la réponse à cette question. Néanmoins, le Comité constate que ce déplacement est déjà très avancé et que si la Bourse de dérivés devait prendre son envol, ce serait une excellente façon de concentrer les opérations de la bourse dans un créneau spécialisé et de créer une toute nouvelle « faune » gravitant autour de l'expertise en dérivés.

VI. LE CADRE RÉGLEMENTAIRE

En transformant le mandat des bourses de régional à national, la restructuration proposée interpelle directement le cadre réglementaire du commerce des valeurs mobilières au Canada. En effet, des institutions nationales seront réglementées par des organismes provinciaux. Ces organismes ont fait des efforts importants pour harmoniser leur réglementation au cours des dernières années, surtout en matière de premier appel publique à l'épargne. Il est probable que la restructuration relancera le débat sur la création d'une commission nationale des valeurs mobilières. Les commissions provinciales devront donc accentuer leur collaboration pour ne pas donner prise à ce concept.

Ainsi, présentement, les commissions des valeurs mobilières approuvent les règlements de la bourse fonctionnant dans leur juridiction et délèguent à cette bourse des aspects de la réglementation des membres tels la solvabilité, les plaintes de clients ou l'enregistrement des personnes œuvrant dans l'industrie. Dans certains cas, cette délégation est faite à

l'ACCOVAM. L'entente entre les bourses prévoit qu'elles continueront à jouer leur rôle d'organisme d'auto-réglementation, selon la délégation qu'elles recevront des commissions provinciales ou selon des ententes entre elles concernant la surveillance et la réglementation de leur marché respectif (article 10.1).

La restructuration soulève donc des questions importantes telles :

- Les guichets des deux bourses d'actions installés à Montréal seront-ils assujettis à la juridiction de la CVMQ ?
- Cette dernière devra-t-elle approuver les règlements de la Bourse de Toronto et de celle de l'Ouest ?
- Les décisions émanant des guichets seront-elles révisables par la CVMQ (cf. la discussion sur l'accès au capitaux des PME du Québec).
- Le personnel œuvrant dans ces guichets sera-t-il inscrit auprès de la CVMQ, de la Bourse de Montréal ?
- Les commissions de l'Ouest et de l'Ontario accepteront-elles la juridiction de la Bourse de Montréal sur leurs territoires en matière de produits dérivés ?
- Est-il opportun qu'une bourse spécialisée en dérivés continue de remplir un rôle d'OAR et réglemente la solvabilité, l'inscription et la conduite des membres dont certains ne transigent que très peu de dérivés ? En Ontario, la Bourse de Toronto a transféré ces tâches à l'ACCOVAM : cela ouvre la question de la reconnaissance de l'ACCOVAM au Québec.
- En ce qui concerne les offres publiques d'achat et transactions d'initiés, les commissions sont parvenues à développer des mécanismes pour harmoniser leurs actions ; le Comité ne voit pas d'impact majeur sur ces sujets découlant de la restructuration.
- L'Ontario a adopté une législation sur les contrats à terme. Le Québec n'en a pas. Si le Québec est pour devenir la capitale des produits dérivés au Canada, l'Ontario voudra-t-elle abolir sa législation par souci d'harmonisation ? Le Québec devrait-il en adopter une ?

Chose certaine, un cadre réglementaire efficace et souple a deux effets :

- il inspire confiance aux investisseurs sans créer des coûts qui les éloignent, et
- il alimente une industrie de service d'experts de toutes sortes qui contribue à l'emploi et à l'innovation.

La négociation à venir entre les commissions des valeurs mobilières et le rôle que jouera la CVMQ à l'égard de l'encadrement des bourses suite à la restructuration sont donc de toute première importance et représente une préoccupation du Comité.

VII. REMERCIEMENTS

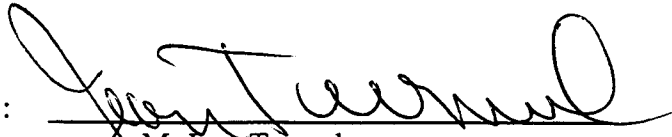
Les membres du Comité remercient le Vice-premier ministre et Ministre d'État à l'Économie et aux Finances du Québec de la confiance qu'il a placée en eux et espèrent que leur contribution à cet important développement dans les marchés financiers canadiens sera utile.

Les membres du Comité remercient également :

- Le Professeur Pierre Laroche, Ph.D, Professeur agrégé de finance, École des Hautes Études Commerciales
- M. Bill Rupert, associé, Ernst & Young, Toronto
- La Bourse de Montréal, son personnel et ses consultants McKinsey & Cie qui se sont rendus disponibles pour les travaux du Comité
- M. Jean-Claude Cyr, M. Jean Campeau et M. Pierre Rousseau qui ont contribué aux délibérations, et
- M. André D. Godbout, secrétaire général du Comité, secondé par Mme Alice Régnier.

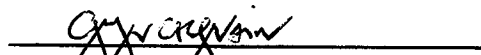
SIGNATURES

Le Président du Comité :




M. Jean Turmel
Président,
Banque des marchés financiers, placements et trésorerie
Banque Nationale du Canada


Les membres :




Monsieur Guy Casgrain
Président
Casgrain et Cie Ltée



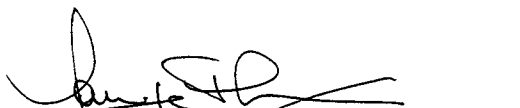
Monsieur Pierre Cléroux
Vice-président Québec
Fédération canadienne de
l'entreprise indépendante




Monsieur Rodrigue Lussier Jr.
Chef des placements
Gestion Privée TAL Ltée




Monsieur Jean-Luc Landry
Président et chef de la direction
Montrusco Bolton Inc.



Madame Monique Leroux
Première Vice-présidente, Québec
Banque Royale




Monsieur David McAusland
Président
Chambre de commerce du Montréal métropolitain,
Vice-président, chef des affaires juridiques et
secrétaire
Alcan Aluminium Limitée



Monsieur Henri-Paul Rousseau
Président et chef de la direction
Banque Laurentienne du Canada

Le Secrétaire général :



M. André D. Godbout

DATE : 30 avril 1999



Communiqués



A l'attention du directeur de l'information:

Cabinet du vice-premier ministre et ministre d'Etat à l'Economie et aux Finances - Réaction de monsieur Landry au projet de la Bourse de Montréal

QUEBEC, le 15 mars /CNW/ - Le vice-premier ministre et ministre d'Etat de l'Economie et des Finances, monsieur Bernard Landry a réagi aujourd'hui à la décision de la Bourse de Montréal de conclure une entente avec les autres bourses canadiennes afin de spécialiser ses activités sur les produits dérivés.

Dans un monde d'ouverture des marchés, de spécialisation ``Le projet mis de l'avant par la Bourse de Montréal m'apparait intéressant et mérite cependant une analyse plus approfondie'', a déclaré le Vice-Premier ministre.

``J'ai donc posé deux gestes. D'abord, j'ai demandé à la Commission des valeurs mobilières du Québec de me fournir un avis sur l'opportunité d'accepter une telle entente, du point de vue du fonctionnement des marchés financiers et de l'intérêt public.''

``J'ai également mis sur pied un groupe de travail formé de représentants du milieu des affaires de Montréal, qui sera chargé de procéder à l'analyse du plan d'affaires de la Bourse de Montréal et de me faire des recommandations à cet égard''.

Le groupe de travail sera présidé par M. Jean Turmel, de la Banque Nationale. Il sera appuyé par M. Jean Campeau, M. Guy Casgrain, de Casgrain & Compagnie, M. Jean-Claude Cyr, de la Caisse de dépôt et placement du Québec, M. Jean-Guy Desjardins de Placements T.A.L., M. Jean-Luc Landry de Montrusco, Mme Monique Leroux de la Banque Royale, M. David McAusland, de la Chambre de Commerce du Montréal Métropolitain et de M. Henri-Paul Rousseau, de la Banque Laurentienne. Son rapport devra être présenté avant le 30 avril.

Annexe II

Recensement mondial des regroupements de bourses depuis 1997

Fusions				
Bourses en cause ↓	Stade d'avancement ⇒	Accord effectif	Entente conclue	En négociation
Amsterdam et SOM (deviennent AEX)		√		
Bruxelles et BELFOX (HEX)		√		
Stockholm et OM		√		
Paris et MONEP		√		
DTB et SOFFEX (deviennent Eurex)		√		
NYBOT et NYCCE		√		
MATIF et MEFF				√
NASDAQ et AMEX		√		
NASDAQ et PHLX				√

Mise en commun des systèmes de transaction				
Bourses en cause ↓	Stade d'avancement ⇒	Accord effectif	Entente conclue	En négociation
Oslo et OM		√		
Deutsche Borse et Vienne			√	
Stockholm et Copenhague (NORDEX)				√
London Stock Exchange et Deutsche Borse				√

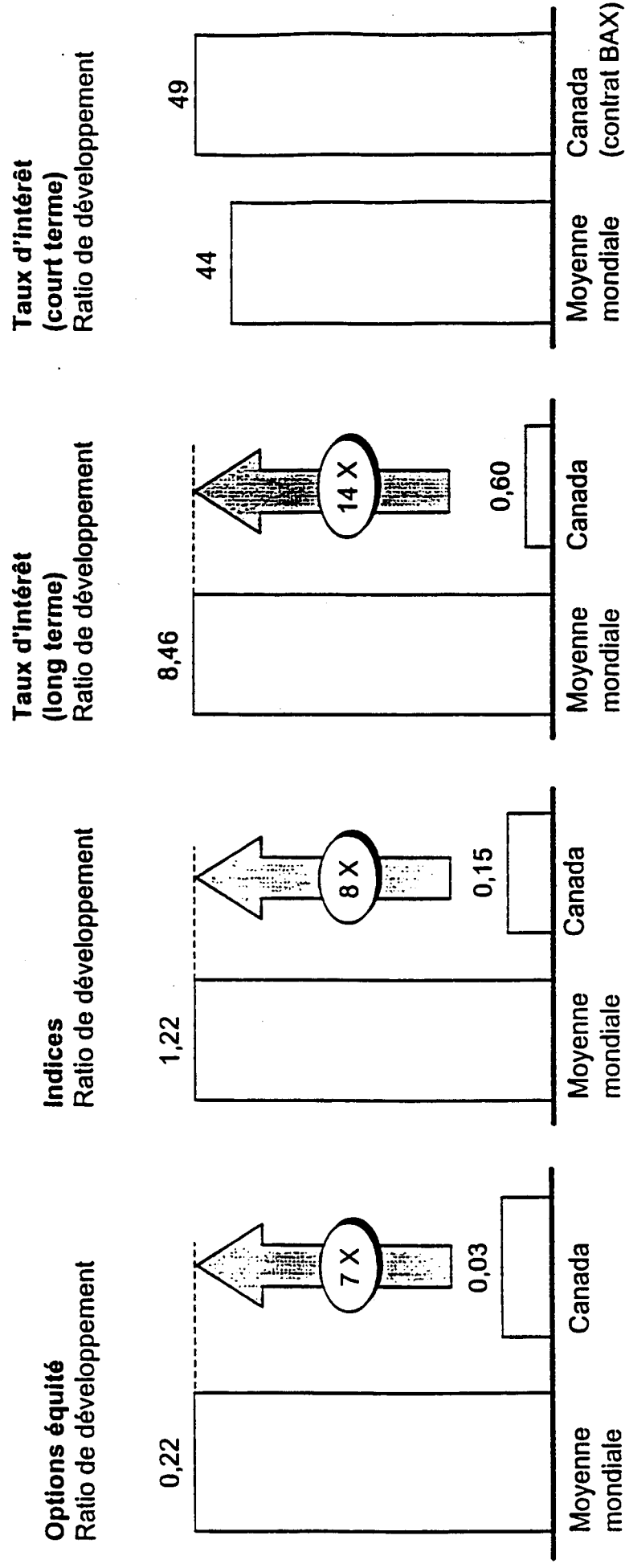
Suite de l'annexe II

Système d'accès commun				
Bourses en cause ↓	Stade d'avancement ⇒	Accord effectif	Entente conclue	En négociation
Francfort, Paris, Amsterdam et Bruxelles (deviennent Euro NT [spécialisée en titres à fort potentiel de croissance])			√	
CBOT et EUREX			√	
Eurex et MATIF (Euro Alliance)			√	
Benelux				√

Fusions				
Bourses en cause ↓	Stade d'avancement ⇒	Accord effectif	Entente conclue	En négociation
Cantor-Fitzgerald et NYBT (CFFE)				√
CBOT et Prebon Yamane (CBB)			√	
CME et Matif (Globex 2)		√		
CME et Cantor- Fitzgerald				√
IPE et NYME				√
NASDAQ et Deutsche Börse				√
CME et SIMEX (Globex Alliance)				√

Signification des symboles: **AEX:** Amsterdam Exchanges ; **BELFOX:** Belgian Futures and Option Exchange ; **BEX:** Bourses de Bruxelles ; **CBB:** Chicago Board Brokerage ; **CBOT:** Chicago Board of Option Trading ; **CFFE:** Cantor Financial Futures Exchange (bourse électronique) ; **CME:** Chicago Mercantile Exchange ; **DTB:** Bourse d'options et contrats à terme du Danemark ; **EUREX:** Bourse électronique européenne ; **IPE:** International Petroleum Exchange ; **LSE:** London Stock Exchange ; **MATIF:** Marché à terme international de France ; **MEFF:** Bourse de contrat à terme et options de l'Espagne ; **MONEP:** Marché des Options Négociables de Paris ; **NASDAQ:** National Association of Security Dealers Automated Quotes ; **NYBT:** New York Board of Trade ; **NYCCE:** New York Coffee & Cotton Exchange ; **NYMEX:** New York Mercantile Exchange ; **OM:** Oslo Markets ; **PHLX:** Philadelphia Exchange ; **SIMEX:** Singapore Mercantile Exchange ; **SOFFEX:** Swiss Options and Futures Exchange ; **SOM:** Stockholm Option Market.

POTENTIEL DE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS CANADIENS



Source : Bourse de Montréal / McKinsey & Cie