

le 11 novembre, 2011

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

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

Introduction

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

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

Nous soumettons :

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

Nous proposons que les conditions imposées par l'AMF :

1) obligent les banques et leurs nouveaux associés d'affaires dans CDS, et leurs filiales (notamment leurs courtiers en valeurs mobilières de plein exercice et en ligne) de traiter équitablement les petits épargnants (commissions, frais de garde ou autres) suite au changement de modèle d'affaires et d'actionnaires de CDS ;

2) comportent un droit de regard et d'intervention de l'AMF sur impact du changement de modèle d'affaires et d'actionnaires de CDS sur les produits

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

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

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

Qui sommes nous ?

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

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

On a décrit le Site comme:

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

Notre fondateur et éditeur, Marc J. Ryan, <http://www.linkedin.com/in/independentinvestor> a travaillé pendant plusieurs années pour un organisme de réglementation du marché des valeurs mobilières, puis pendant plus d'un quart de siècle pour deux émetteurs importants de valeurs mobilières

Fusion des bourses

L'acquisition du Groupe TMX Inc. permettra la fusion des bourses TSX et Alpha. Cette fusion suscite surtout des questions en vertu de la législation sur la concurrence. Le Canada a déjà un des systèmes financiers les moins compétitifs au monde; voir sur notre Site *Système financier*.

<http://investisseurautonome.info/content/category/5/17/171/> La Demande (p.12) de Maple reconnaît que les transactions envisagées auront comme effet une plus grande concentration encore. Nous partageons la réaction générale de l'auteur du site PrefBlog (voir <http://www.prefblog.com/?p=15469> et <http://www.prefblog.com/?p=15416>) que *In any other country, of course, a proposal to merge the #1 exchange with the #2 wouldn't even get the time of day at the Competition Bureau*. Ceci dit, le but de notre lettre n'est pas de faire des commentaires du point de vue de cette législation.

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

La situation actuelle

La CDS est la propriété des grandes banques à charte canadiennes, de l'organisme de règlementation des courtiers en valeurs mobilières (OCRCVM) et de TSX Inc. Son siège social est situé à Toronto et elle exploite des bureaux régionaux à Vancouver, Calgary et Montréal ; voir le site de CDS.

<http://www.cdsltd-cdsltee.ca/cdsltdhome.nsf/Pages/-FR-Ownershipandgovernance?Open>

Voici comment CDS décrit sa raison d'être actuelle :

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

Approximativement 100 organisations (voir la liste ici <http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-FR-ListedesadherentsdelaCDS?Open?Open>) sont des adhérents à la CDS, celles-ci répondent aux critères d'admissibilité de l'une des quatre catégories de membre suivantes :

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

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

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

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

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

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

Acquisition de CDS et changement de modèle d'affaires

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

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

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

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

Les principes

Notre soumission est basée sur les principes suivants :

- La fraude, pour des raisons évidentes, vole les manchettes des journaux. Et ce n'est pas différent dans les domaines des valeurs mobilières et du placement. Et les récents événements tragiques, tels que l'affaire Bernie Madoff, peuvent donner au public et même aux organismes de réglementation, l'impression que

c'est là que les investisseurs perdent le plus souvent leur argent si durement gagné. Mais les participants au marché canadien savent mieux. De loin la plus importante source de pertes pour les investisseurs canadiens au détail sont les frais excessifs qui leurs sont imposés au jour le jour par le système financier canadien. Les frais de gestions excessifs des fonds communs de placement gérés activement sont le principal exemple. La tentative fédérale d'assumer la juridiction en valeurs mobilières a été justifiée en partie par la réduction des dépenses des investisseurs qui en découlerait. Voir sur notre Site *Projet de loi canadienne de valeurs mobilières et la protection des investisseurs : un constat d'échec* <http://investisseurautonome.info/content/view/924/242/>

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

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

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

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

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

- Le modèle d'entreprise de CDS actuel, la récupération des coûts, minimise les risques de dérapage au niveau des coûts en mettant une pression à la baisse sur le niveau des prix. Ceci diminue le montant absolu du problème, et diminue la problématique de comment répartir équitablement d'assumer ces coûts. De plus la présence de l'OCRCVM comme un des actionnaires de CDS renforce cette tendance de chercher à minimiser les coûts, plutôt que d'augmenter les revenus et profits. ; voir le site de CDS. <http://www.cdsltd-cdsltee.ca/cdsltldhome.nsf/Pages/-FR-Ownershipandgovernance?Open> C'est notre compréhension que l'OCRCVM ne sera plus actionnaire et n'aura pas un droit exécutoire de nommer un représentant au conseil de CDS.

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

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

Un plan de match pour l'AMF

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

Ceci soulève les questions suivantes :

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

Nous examinons chacune de ces questions.

Risque théorique ou réel ?

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

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

http://beginnersinvest.about.com/od/choosingabroker/qt/investing_fees.htm

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

En Europe l'industrie de garde de valeurs a fait l'objet d'au moins 2 études récente : en 2007 pour la Banque Centrale Européenne <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp68.pdf> et en 2011 pour la Commission Européenne <http://www.oxera.com/cmsDocuments/Oxera%20report%20on%20trading%20and%20post-trading%20May%202011.pdf> . L'étude de 2007 (article 3.1) explique comment offrir ces services de garde aux investisseurs individuels peut avantager les courtiers. Mais l'étude de 2011 indique (section 6.3.1 ; p. 101) que les grands clients ont bénéficié plus que les petits clients des baisses de frais de garde en Europe. L'étude (section 6.5.4- p.107) indique aussi que : i) les clients importants avec plus d'actifs et qui transigent plus sont favorisés par des frais de garde réduits ; et ii) une grande variété dans le niveau des frais de garde imposés aux investisseurs individuels.

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

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

Suffisance des critères actuels de reconnaissance ?

A l'annexe 9 se trouve les critères de reconnaissance à titre de chambre de compensation. Les frais doivent être équitablement répartis (article 2) ; les règles ne doivent pas faire de discrimination déraisonnable entre les membres

compensateurs (article 4) ; et des mesures de garde de valeurs sont mises en place pour protéger les actifs des participants (article 10).

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

Se fier uniquement aux paroles de Maple ?

Les entêtes des divers chapitres de la Demande sont très révélateurs. Le seul chapitre (p.23-32) qui porte spécifiquement sur CDS s'intitule *Acquisition de CDS et incidences pour CDSS*. Nous aurions espéré trouver un chapitre intitulé *Réorganisation de CDS et incidences pour les investisseurs individuels*, mais il n'y en a pas.

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

Juridiction de l'AMF

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

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

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

Conclusion

Pour les raisons décrites ci haut nous soumettons :

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

Cyber InfoInvest Reg., par :

signé

Marc J. Ryan

cc- OSC jstevenson@osc.gov.on.ca

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

ANNEXE A

Original in French

November 11 2011

Ms Anne-Marie Beaudoin
Secretary General
AMF
800 Victoria Square, 22nd Floor
P. O. Box 246, Stock Exchange Tower
Montreal (Quebec) H4Z 1G3
Email: consultation-en-cours@lautorite.gc.ca

Subject- application (the Application) by Maple Group Acquisition Corporation (Maple)

Introduction

Maple has filed an application for approval by the AMF of its acquisition of TMX Group Inc. and its stock exchange TSX Inc., Alpha Trading Systems Limited Partnership and Alpha Trading Systems Inc. (collectively Alpha), and of The Canadian Depository for Securities Limited and its subsidiary CDS Clearing and Depository Services Inc. (collectively CDS).

We are making this submission to ensure that the interests of small investors are protected in the transaction resulting from a change in the business model (non-profit to for-profit) and in the shareholders of CDS.

We submit:

- in response to Question 1 of the consultation document, that there are other aspects of the transaction that the AMF should consider in the public interest, including how to ensure equitable treatment of public investors, with respect to custody/safekeeping charges, commissions and other charges, following the changes in CDS.
- in response to Question 21, that there are objections to be considered in the change of business model of CDS; and
- we therefore answer NO to Question 29.

We propose that the AMF include the following conditions in its approval:

1) require the banks and their business associates in CDS, and their affiliates (including their dealers, both full service and discount), to treat small investors equitably, with respect to custody/safekeeping charges, commissions, or other charges, following the change in business model and in shareholders of CDS;

2) provide the AMF with a right of oversight and of intervention with respect to the impact of the change in business model and of shareholders of CDS on publicly-traded index products (ETFs and mutual funds) that have become essential investment products for small investors.

3) verify and ensure that the changes in the business model and shareholders of CDS will not interfere with the possible establishment of a system in Canada (similar to the US Treasury Direct in the United States) <http://www.treasurydirect.gov/> enabling small investors to buy directly (without going through a broker) Government of Canada bonds.

Subject to availability, we would propose to present our observations orally at the public hearings on the Proposed Transactions.

Who are we?

The mission of **Cyber InfoInvest enr.** is to promote the creation and dissemination of objective, independent and disinterested information for the use of self-managed or do-it-yourself (DIY) investors.

Our site (in French InvestisseurAutonome.info <http://investisseurautonome.info/> and in English IndependentInvestor.info <http://independentinvestor.info/>) (hereinafter, the Website) has thousands of subscribers who access the information on our Website and receive our free newsletters on the financial markets and on investing, all written from the perspective of the individual investor. The Website does not accept funding, advertising or other financial assistance from banks, insurance companies, securities dealers or financial advisors.

The Website has been described as:

- *one of the few educational websites that offer the unbiased, clearly written material that busy investors need* (The Globe & Mail 30 05 2008);

- a site *dedicated to providing individual investors with independent, objective, free advice and information* (The Gazette, Montreal 31 03 2008).
- The most comprehensive of all French-language sites in Quebec for the independent investor (Affaires Plus magazine, May 1, 2008);
- For more media references to our Website, see *In the media* on the English version of the Website <http://independentinvestor.info/content/blogcategory/52/85/> and *Médiathèque* on the French version. <http://investisseurautonome.info/content/blogcategory/52/85/>

Our founder and publisher, Marc J. Ryan

<http://www.linkedin.com/in/independentinvestor> worked for several years for a regulator of the securities market and for more than a quarter century for two major issuers of securities

Stock exchange merger

The acquisition of TMX Group Inc. contemplates the merger of the TSX and of Alpha. This merger raises important issues under competition law. Canada already has one of the least competitive financial systems in the world ; see on our Website *Financial system*.

<http://independentinvestor.info/content/category/5/17/171/> In the Application (p. 14) Maple recognizes that the transactions envisaged will effect an even greater concentration. We share the general reaction of the author of the site PrefBlog (see <http://www.prefblog.com/?p=15469> and <http://www.prefblog.com/?p=15416>) that *In any other country, of course, a proposal to merge the #1 exchange with the #2 wouldn't even get the time of day at the Competition Bureau*. This said, the purpose of our letter is not to comment on the issues under competition legislation.

In addition, in accordance with the *philosophy*

<http://independentinvestor.info/content/view/49/77/> of our Website, we do not recommend that DIY investors deal in options, which are speculative, short-term, high commission products. Therefore we do not comment on that part of the application involving the Montreal Exchange Inc. (MX Exchange and the Canadian Derivatives Clearing Corporation or CDCC).

The situation today

CDS is owned by the major Canadian chartered banks, the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) and by the TSX Inc. CDS has its head office in Toronto and operates regional offices in Vancouver, Calgary and

Montreal; see the website of CDS. <http://www.cdsltd-cdsltee.ca/cdsltddhome.nsf/Pages/-EN-Ownershipandgovernance?Open>

Here's how CDS describes its mission:

The principal objective of the corporation is to contribute to the improved efficiency of the financial sector of the Canadian economy through the provision of automated facilities for clearing of securities transactions and custody of securities. CDS Annual Report 2010, p.24.

Approximately 100 organizations (see list here <http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-EN-Participantlinks?Open>) are CDS participants, they must meet the eligibility criteria of one of four categories of members:

- Regulated financial institutions
- Foreign Institutions
- Public bodies
- The Bank of Canada.

In addition to clearing services CDS provides custodial/safekeeping services for its participants or customers:

As Canada's national securities depository, CDS manages the safekeeping of depository-eligible domestic and international securities in both electronic and physical certificate form for its participants. CDS-eligible securities are held by CDS or transfer agents and registered in CDS's nominee name (CDS & Co). Once the electronic or physical securities are deposited with CDS, CDS enters them into a ledger and they trade electronically. More than 88,000 equity and debt security issues are eligible for deposit at CDS. See the CDS site. <http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-EN-Custodialservices?Open>

In practice, no financial intermediary can carry on business in Canada without using, directly or indirectly, the services of CDS, including the discount and full service brokers used by retail investors. CDS calculates that its price per exchange or trade (there were on average 1.2 million trades per day in 2010) is steadily declining and in 2010 was about 2 cents before discounts; see Annual Report, p. 16.

CDS costs are initially borne by participants, and ultimately by public investors.

CDS has been recognized by the AMF as a clearing house, and exempt from the

requirement for recognition as a regulatory body; see decision 2006 - 0180 PDG of the AMF dated 11 January 2006 (Recognition) in Schedule 3 of the consultation document. Sections 16, 22 and 23 of the Recognition regulate the allocation of CDS's fees and costs (frais et coûts) and the custody of securities deposited with CDS. It is clear that these provisions do not regulate the absolute level of fees and costs nor their impact on the public, it is the impact on the CDS participants that are protected.

The acquisition of CDS and the change of business model

The proposed transactions involve the acquisition of CDS. It involves not only a change of the shareholders of CDS, but also a fundamental change in the CDS business model: from the traditional cost recovery model of a self-regulatory organization to a profit-making model. The obligation of the CDS directors and officers has always been to act in the best interests of CDS and its shareholders. With the change of business model, this will now mean in practice seeking to maximize CDS shareholder value.

Schedule C of the Application proposes to modify the terms of the CDS Recognition, and includes an amended and restated section 16 on fees and costs. Nothing in the amended text changes the principle that the interests of participants are protected.

In the Application (p. 31) Maple envisages that 4 out of 11 members of the CDS board will be representatives of users of clearing services of CDS, and that the securities industry association IIAC <http://www.iiac.ca/welcome-to-iiac/about-us/> and securities dealer regulator IIROC <http://www.iiroc.ca/English/Pages/home.aspx> may both offer to the CDS board a list of potential independent candidates as nominees for election to the Board of CDS, and the nominating committee of the board will select one person of these two lists to the extent that the committee believes that the candidate is a fit and proper person.

The Application indicates that Maple intends to establish external Market Participant Advisory Committees with the participation of industry executives to advise CDS on, among other things, matters of service development. Participation on the Market Participant Advisory Committees would be open to all interested parties within the industry, including members of IIROC and IIAC. The Bank of Canada, the OSC and the Autorité would be entitled to participate in committee meetings.

The relevant principles

Our submission is based on the following principles:

- Fraud and theft, for obvious reasons, sell newspapers. And it is no different in the fields of securities and investing. And the recent tragic events, such as the Bernie Madoff affair, may give the public and even regulators, the impression that this is where investors typically lose their hard earned money. But Canadian market participants know better. Far and away the biggest source of loss for Canadian retail investors are the excessive, routine, day-to-day costs in the system. By far the largest source of losses for Canadian investors in retail excessive fees imposed on them daily by the Canadian financial system. Excessive management fees of actively managed mutual funds are the prime example. The federal attempt to assume jurisdiction in securities was justified in part by reduced costs of investors that would result. See on our Website *Proposed Canadian Securities Act and investor protection: a failing grade*. <http://independentinvestor.info/content/view/955/236/>

-These excessive fees are due to a lack of competition in the Canadian financial system, and the absence of legislation encouraging (or requiring) government agencies to propose measures addressing the problem. See on our Website *The Financial System* <http://independentinvestor.info/content/category/5/17/171/> .

-Basically, small investors in Canada have two alternatives to minimize their costs: use discount brokers, which currently charge modest commissions, and invest in index products, particularly in exchange-traded funds, which entail low management expense ratios. In general, see *Your choices as an individual investor* on our site. <http://independentinvestor.info/content/view/352/215/>

-One of the biggest gaps in Canada is the lack of a system for the purchase by the individual investor, directly from the federal government, of Canadian government bonds. Such a system in the United States, *Treasury Direct*, <http://www.treasurydirect.gov/> is popular with American retail investors, especially for the reduction of expenses it offers. CDS would be essential for the establishment of such a regime in Canada. See on our Website *Government of Canada Bonds and Minister Flaherty*. <http://independentinvestor.info/content/view/708/236/>

-CDS provides two essential services for the financial system: clearing and custody/safekeeping of securities. CDS has a monopoly and can raise prices with little risk of new competitors. NB- Following the acquisition of TSX the

Application asserts (p. 32) that the exchange business will remain subject to intense competition. No similar statement is made with respect to CDS.

-Maple's Application (p.33) claims that changing the CDS business model will not change the CDS risk profile. What is left unsaid is fundamental: that the effect of this change is likely to be an increase in revenues and profits. A higher level of costs will ultimately have to be absorbed by the public investors who trade in the Canadian capital markets.

- The current cost recovery business model of CDS minimizes risk of runaway costs to investors by putting a downward pressure on prices. This reduces the absolute amount of the problem, and reduces the problem of how to fairly allocate these costs. In addition the presence of IIROC as a shareholder of CDS reinforces this tendency to try to minimize costs, rather than to try to increase revenues and profits. See the website of CDS. <http://www.cdsltd-cdsltee.ca/cdsltdhome.nsf/Pages/-EN-Ownershipandgovernance?Open> It is our understanding that IIROC will not be a shareholder and will not have an enforceable right to appoint a representative to the board of CDS.

-The interest of public investors, not of CDS participants, should guide the AMF. Even Maple seeks to justify the transaction by the efficiencies that will result, and that will benefit everyone, including public investors. We agree with this principle. The Application (p.15) states: *We expect that efficiencies will be achieved for the benefit of shareholders, the brokerage community and public investors in two broad categories by virtue of the proposed Transactions.* But without concrete protection measures, it may never happen.

-The current Recognition of CDS by the AMF seeks to ensure an equitable allocation of the costs charged to CDS participants. This may be enough in a cost recovery model, but is totally inadequate if the goal of CDS will be to maximize profits. It is the allocation of costs on the ultimate investors that is important. Custody/safekeeping charges to the average individual investor in Canada can easily become a target of CDS, its shareholders and their affiliates. And this could lead to unfair treatment by discount and full service brokers of their clients.

A roadmap for the AMF

In our view, the AMF must include terms in any approval that will protect investors against unfair treatment at the level of custody/safekeeping fees, commissions and other fees, arising from the change of business model and of the shareholders of CDS.

This raises the following questions:

- Theoretical or real risk?
- Adequacy of current criteria for self-regulatory organization recognition?
- Relying solely on the word of Maple?
- Jurisdiction of the AMF

We examine each of these questions.

Theoretical or real risk?

Custody/safekeeping charges exist in North America, but seem less pervasive than in Europe.

The perception in North America of these charges is very negative for them; see *The Biggest Rip-Off Fees of All-Saying No to Custodial Fees and So-Called Safe Keeping Fees*.

http://beginnersinvest.about.com/od/choosingabroker/qt/investing_fees.htm

We are not familiar with the exact level of these charges in Canada, and whether the decrease in the level of these charges per transaction described in the annual reports of CDS in recent years has benefited equally to individual investors and to institutional investors.

In Europe the custody industry has been the object at least two recent studies: in 2007, for the European Central Bank, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp68.pdf> and in 2011 for the European Commission.

<http://www.oxera.com/cmsDocuments/Oxera%20report%20on%20trading%20and%20post-trading%20May%202011.pdf> The 2007 study (section 3.1) explains how providing safekeeping services to individual investors can benefit brokers. The 2011 study states (section 6.3.1, p. 101) that large customers have benefited more than small customers from the declines in customer safekeeping costs in Europe. The 2011 study (section 6.5.4, p.107) also indicates that: i) large customers with more assets and high trading are favored by reduced safekeeping expenses on average, and ii) a wide variety was found in the level of safekeeping fees charged to retail investors.

We found that in France these costs are pervasive and involve a level of annual custody/safekeeping fees that Canadian investors would find difficult to accept;

see on our Website *A personal finance book review- combined with a trip to France* <http://independentinvestor.info/content/view/772/236/> .

This brief review indicates to us that the AMF should retain a right of overview and a power to intervene, to ensure that retail customers are treated fairly by the banks and dealers following the changes in CDS.

Inadequacy of current criteria for recognition

The criteria for recognition as a clearing house is set forth in Schedule 9 of the consultation document. Fees must be equitably allocated (Article 2), rules may not unreasonably discriminate between clearing members (Article 4) and safekeeping procedures are employed to protect the assets of participants (Article 10).

These criteria are written to ensure fair treatment of participants in CDS, not of the clients of brokers which are subsidiaries of shareholders of CDS.

Rely solely on the words of Maple?

The headings of the various chapters of the Application are very revealing. The only chapter (p.27-36) relating specifically to CDS is called *Acquisition of CDS and implications for CDCC*. We had hoped to find a chapter entitled *Reorganization of CDS and implications for individual investors*, but there is none.

It is possible that at the hearing of the Application Maple states that CDS will consider the interests of public investors. If so, such a statement, including any expression of Maple, TMX Group Corporation and CDS on the level or allocation of costs following the change of the CDS business model, should be taken with a grain of salt. Broker subsidiaries of the shareholders of Maple are not a party to any commitments or statements to the AMF. They will be the conveyor belt that will ultimately determine how to modify the safekeeping and other fees payable by institutional and individual clients, to reflect the impact of the changes at CDS.

Jurisdiction of AMF

Schedule 7 sets forth the criteria for recognition of a self-regulatory organization. The entity must regulate to serve the public interest in protecting investors and market integrity. It must articulate and ensure it meets a clear public interest mandate for its regulatory functions (Article 2). We believe that the public interest requirement allows the AMF to have an oversight role and a power of

intervention to ensure that individual customers are treated fairly by the Canadian dealers following the change in the CDS business.

The Application (p.43) acknowledges that all aspects of the provision of equities trading services, including fees and access, are subject to regulation by provincial securities authorities, and that mere threat of regulatory activity will continue to be a significant discipline on the activities of TMX/Alpha and a further influence to keep its equity trading fees competitive.

Commissions, custody/safekeeping and other fees charged to investors are part of the traditional mandate of the AMF. In the same way as for the merger component market, AMF approval of the CDS component should be on terms that leave the clear threat of regulatory intervention in the event CDS, its shareholders and their brokers, unfairly treat individual investors.

It is mostly the broker subsidiaries of the shareholders of Maple, who are not party to any commitments in the present process, who will determine how to modify the fees payable by institutional and individual clients, to reflect the impact of the changing CDS business model. These brokers, with their parent companies, are bound by the non-compete clause to be signed at the close of the proposed transactions, a clause which will prevent them from investing in competitors to CDS; see Application, page 43-44. It is normal that in return the authorities retain the authority to regulate the impact of the changing business model on the custody/safekeeping and other fees charged by these brokers to their clients.

Conclusion

For the reasons outlined above we submit:

- in response to Question 1 of the consultation document, that there are other aspects of the transaction that the AMF should consider in the public interest, including how to ensure equitable treatment of public investors, with respect to custody/safekeeping charges, commissions and other charges, following the changes in CDS.
- in response to Question 21, that there are objections to be considered in the change of business model of CDS; and
- we therefore answer NO to Question 29.

Cyber InfoInvest Reg., by :

Marc J. Ryan

cc- OSC jstevenson@osc.gov.on.ca