

Le 1^{er} septembre 2016

Monsieur Stephen Nagy
Directeur général, SIDP
Services de dépôt et de compensation CDS inc.
85, rue Richmond Ouest
C.P. 246, tour de la Bourse
Toronto (Ontario) M5H 2C9

Objet : Consultations de l'Autorité des marchés financiers concernant des modifications proposées par la CDS relatives à la gestion des événements de marché et des événements de droits et privilèges et au Barème de prix concernant les services d'émission

Monsieur,

Par la présente, nous souhaitons vous faire part de nos commentaires à la suite de la publication de l'Avis et sollicitation de commentaires - Modifications proposées au Barème de prix de la CDS relatives à la gestion des événements de marché et des événements de droit et privilèges et à l'Avis et sollicitation de commentaires - Modifications proposées du Barème de prix de la CDS concernant les services d'émission publiés sur le site de l'Autorité des marchés financiers.

Ces avis proposent des modifications aux frais existants ainsi que l'implantation de plusieurs nouveaux frais pour les émetteurs. Ces frais ont des impacts importants sur les emprunts à long terme réalisés par le gouvernement du Québec et les municipalités québécoises et ne nous apparaissent pas justifiés.

Il importe de mentionner que les emprunts réalisés par le gouvernement du Québec et les municipalités québécoises sont standards et ne comportent pas de modalités particulières, contrairement aux emprunts réalisés par des sociétés privées.

De plus, les emprunts municipaux doivent être réalisés conformément aux exigences légales applicables, entre autre :

- une municipalité ne peut emprunter que par émission d'obligations, billets ou autres titres;
- les emprunts réalisés par une émission d'obligations doivent être représentés par un certificat et nécessite la signature du maire et du trésorier;
- la durée de l'emprunt ne doit pas excéder la durée de vie utile de l'actif financé;

- le remboursement du capital de l'emprunt doit être effectué annuellement, à moins de comporter un fonds d'amortissement. Compte tenu de la taille des emprunts, la constitution d'un fonds d'amortissement occasionne des frais importants non souhaitables. En conséquence, les municipalités réalisent des emprunts sériés;
- le montant de l'emprunt, incluant tous les frais, doit être prévu au règlement d'emprunt. Ce règlement doit être approuvé par le conseil municipal et soumis à l'approbation des personnes habiles à voter et du ministre des Affaires municipales et de l'Occupation du territoire.

La tarification proposée par CDS doit tenir compte de ces éléments et être établie en fonction du type d'émetteur et de la valeur émise.

MODIFICATIONS PROPOSÉES DU BARÈME DE PRIX DE LA CDS CONCERNANT LES SERVICES D'ÉMISSION

ISIN

CDS propose des frais uniformes pour l'obtention d'un ISIN, peu importe le type de valeur émise.

Les modalités des emprunts émis sous forme de billets par le gouvernement du Québec sont établies dans la documentation du programme de billets à moyen terme et ne comportent pas de particularités. Les ISIN associés à ces emprunts sont distribués en bloc préalablement à la réalisation des emprunts et non à la pièce, après la négociation de l'emprunt lorsque les modalités sont connues, comme c'est le cas pour les émissions d'obligations.

Les frais établis par la CDS pour l'obtention d'un ISIN devraient tenir compte de ces particularités, comme c'est le cas présentement et être modulés en fonction du type de valeur émise.

Admissibilité

CDS souhaite implanter de nouveaux frais de 475\$ pour l'admissibilité de toute valeur. Elle justifie l'imposition de ces frais en précisant : « *Le traitement des demandes d'admissibilité exige d'examiner rigoureusement les documents relatifs au placement (comme les prospectus et les sommaires des modalités), de cerner les renseignements ou les caractéristiques requis pour remplir les exigences d'admissibilité de la CDS et enfin, d'importer manuellement les renseignements dans les systèmes de la société* ».

L'admissibilité d'un emprunt du gouvernement ou d'une municipalité ne nécessite pas la même charge de travail pour la CDS que l'admissibilité d'une valeur ou d'une action émise par une société privée. En effet, lors d'un emprunt, seules les caractéristiques de l'emprunt sont transmises à la CDS pour permettre son admissibilité, par courriel ou via son site internet, et aucun prospectus n'est déposé.

L'admissibilité de ces emprunts ne génère donc aucune complexité pour la CDS.

En conséquence, les frais d'admissibilité devraient être revus et modulés en fonction du type de valeur émise et du type d'émetteur.

Coûts totaux

Les frais totaux reliés à l'émission d'une valeur proposés par la CDS entraînent des augmentations importantes pour le gouvernement du Québec et les municipalités, et ce, même s'ils ne bénéficieront pas de meilleurs services ou d'un processus d'émission amélioré.

- Pour le gouvernement, ces frais sont présentement de 575 \$ et totaliseraient 760 \$, ce qui représente une augmentation de 32 %.
- Pour une municipalité, les frais pour un emprunt sérié de 5 ans sont présentement de 1 500 \$ et totaliseraient 2 133 \$, ce qui représente une augmentation de 42 %.
- En comparaison, tel que présenté par la CDS, les frais proposés pour une opération de premier appel public à l'épargne standard pour un émetteur constitué sous forme de société par actions diminueraient de 7 dollars.

CDS mentionne qu'« *Il n'est pas prévu que les modifications proposées du Barème de prix concernant les services d'émission aient une incidence importante sur le contexte concurrentiel au sein duquel la CDS, ses clients émetteurs et ses adhérents exercent leurs activités. L'objectif des modifications proposées du Barème de prix pour les services d'émission est de simplifier et d'équilibrer les frais relatifs à ces services.* »

Nous tenons à rappeler que CDS exerce ses activités dans un contexte de monopole et non de concurrence, étant la seule à offrir les services de chambre de dépôt et de compensation pour les valeurs mobilières négociées sur le marché canadien.

L'objectif de la CDS, soit de simplifier et d'équilibrer les frais, n'est pas atteint puisque seuls certains émetteurs ou certains types d'émission subiront une augmentation tarifaire, sans qu'il ne soit tenu compte de la complexité de l'emprunt ou du type d'émetteur.

Afin d'atteindre son objectif, la CDS devrait moduler l'ensemble des frais reliés à l'émission en fonction du type de valeur émise et du type d'émetteur.

MODIFICATIONS PROPOSÉES AU BARÈME DE PRIX DE LA CDS RELATIVES À LA GESTION DES ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ ET DES ÉVÉNEMENTS DE DROIT ET PRIVILÈGES

Le barème proposé par la CDS prévoit l'imposition de frais aux émetteurs pour les événements de marché, soit 100\$ pour tout paiement de capital ou d'intérêts.

Dans son avis, CDS mentionne « *Tous les frais sont fondés sur la complexité de l'événement, l'ampleur du traitement manuel requis et le risque assumé par la CDS dans son traitement.* ».

Les titres d'emprunt émis par le gouvernement du Québec et les municipalités québécoises nécessitent seulement des paiements de capital et d'intérêts, qui sont des événements standards ne comportant aucune complexité et ne nécessitant pas de service particulier.

Les paiements de capital et d'intérêt versés par le gouvernement du Québec à la CDS sont effectués au moyen du système de transfert de paiement de grande valeur. Ils sont donc irrévocables et la CDS n'assume ainsi aucun risque lié à ces paiements. Quant aux paiements requis pour les emprunts municipaux, la CDS débite directement le compte bancaire de la municipalité et s'assure ainsi d'obtenir les fonds requis.

Les frais pour la gestion des paiements de capital et d'intérêt d'un emprunt à long terme sont de 100\$, en comparaison avec les frais applicables aux emprunts du marché monétaire, qui sont de 10\$.

- L'écart entre ces frais est substantiel et n'est pas justifié par la CDS, alors qu'il s'agit d'événements de même nature.
- Ces événements nécessitent le versement du montant requis à la CDS à titre de détentrice unique du certificat constatant les emprunts, qui par la suite les distribue aux adhérents concernés, en proportion de leur détention.

CDS prévoit que des frais de 50\$ s'ajoutent à chaque paiement de capital ou d'intérêt, dans le cas où un émetteur paie directement la CDS, sans l'intermédiaire d'un agent payeur.

- Ces frais ne s'appliquent pas aux paiements de capital et d'intérêts requis pour les emprunts du marché monétaire.
- Le processus de paiement est le même, que celui-ci soit effectué à la CDS par l'agent ou directement par l'émetteur ou qu'il concerne le paiement d'un événement relié à un emprunt à long terme ou du marché monétaire.
- Ces frais ne sont pas justifiés.

CDS a prévu que ces frais ne s'appliqueraient pas aux paiements d'intérêt des emprunts municipaux.

- CDS ne justifie pas sa décision d'appliquer ces frais aux paiements de capital des emprunts municipaux, alors que le processus de paiement est identique, qu'il s'agisse de l'intérêt ou du capital.

Pour le gouvernement du Québec, les nouveaux frais reliés uniquement aux événements de marché totalisent 3 150 \$ pour un emprunt d'un terme de 10 ans et 9 150 \$ pour un emprunt d'un terme de 30 ans.

- À titre d'exemple, un billet à moyen terme de 10 ans nécessite 20 paiements d'intérêt et 1 paiement de capital à l'échéance.

Pour les municipalités, ces mêmes frais représentent 3 750 \$ pour un emprunt sérié d'un terme de 5 ans et 5 900 \$ pour un emprunt sérié d'un terme de 10 ans.

- À titre d'exemple, une émission d'un terme de 5 ans nécessite 30 paiements d'intérêt et 5 paiements de capital à l'échéance, alors qu'une émission d'un terme de 10 ans nécessite 50 paiements d'intérêt et 6 paiements de capital à l'échéance.

CDS mentionne que les « *petits émetteurs, par exemple, génèrent un très petit volume d'événements de MDP¹ et ne font pas partie des gros utilisateurs des services de gestion offerts pour ces types d'événements. La majorité de ces petits émetteurs seront parmi les moins touchés par les frais proposés.* »

- Les municipalités québécoises, qui sont pour la majorité de petits émetteurs, sont lourdement touchées par les frais reliés aux événements de marché. Peu importe la taille de l'émission réalisée, une municipalité devra déboursier un montant de 3 750 \$ en gestion d'événement pour un emprunt sérié d'une échéance de 5 ans, et ce, pour des paiements de capital et d'intérêts standards.
- À titre d'information, 213 municipalités québécoises ont réalisés 299 émissions sériées en 2015. La taille moyenne de ces émissions était d'environ 10 millions. En retirant les dix plus grandes municipalités de cet échantillon, la taille moyenne des émissions était plutôt de 6 millions.
- Les frais reliés aux événements de marché pour le paiement de capital et d'intérêt payables pour les emprunts sériés émis en 2015 auraient totalisés à eux seuls 1 349 850 \$.
- Contrairement à ce qu'énonce la CDS, ces émetteurs de petites tailles sont parmi les plus touchés par les frais proposés, compte tenu du type d'emprunt émis, de la taille des émissions réalisées, du nombre d'événements requis et du volume annuel de transactions effectuées.

CDS mentionne que « *les frais de gestion des événements de MDP proposés ont été établis par rapport à des solutions de rechange spécifiques, identifiables et valables (...). Ces solutions de rechange comprennent la distribution des droits et privilèges et le traitement des événements de marché par différents moyens par les émetteurs ou leurs agents de transferts en dehors des systèmes de la CDS.* »

Nous n'avons pas identifié de solution de rechange permettant d'éviter ou de diminuer sensiblement les frais de gestion d'événements.

- Les emprunts émis par le gouvernement du Québec et les municipalités sont constatés par un certificat global immatriculé au nom de la CDS, afin que cet emprunt puisse être admissible aux services de dépôt et de compensation de la CDS.

¹ Événements de MDP signifie événements de marché et de droits et privilèges.

- Étant immatriculé au nom de la CDS, la CDS est la seule détentrice de l'ensemble de la dette émise par le gouvernement et les municipalités sur le marché canadien.
- En conséquence, les paiements doivent être effectués à la CDS, à titre de détentrice des titres d'emprunts.
- Par la suite, la CDS effectue les paiements à ses adhérents, qui doivent également payer des frais à la CDS pour recevoir ou effectuer ces paiements.
 - Nous questionnons d'ailleurs le fait que CDS charge à la fois les émetteurs et les adhérents pour les mêmes événements dans son système.

En procédant ainsi, CDS assume son rôle de chambre de dépôt et de compensation.

La solution de rechange proposée par la CDS, à l'effet de gérer les événements à l'extérieur de la chambre de compensation, ferait en sorte que les titres d'emprunt émis par le gouvernement et les municipalités devraient être constatés par des titres physiques, comme le voulait les pratiques de marché en vigueur antérieurement à la création d'une chambre de dépôt et de compensation au Canada.

Les frais liés à la gestion d'événements sont beaucoup trop importants, notamment pour les emprunts sériés, et ces nouveaux frais sont entièrement assumés par les émetteurs. Ces frais devraient être basés sur la complexité de l'événement et du risque assumé par la CDS, ce qui n'est pas le cas avec le barème proposé. L'importance des frais applicables aux emprunts à long terme, en comparaison à ceux du marché monétaire, n'est pas justifiée, tout comme les frais d'agent payeur.

Clause grand-père

La CDS précise que les frais proposés ne s'appliqueront pas aux titres de créance gouvernementaux déposés à la CDS avant le 1^{er} novembre 2016 et ne seront pas assujettis aux frais proposés durant toute leur durée de vie.

Cette clause doit être ajoutée à l'Entente de services relative aux valeurs inscrites en compte seulement.

De plus, CDS doit préciser si cette clause s'applique, dans le cas où un emprunt déposé à la CDS avant le 1^{er} novembre 2016, mais dont une réouverture est réalisée après cette date. Dans l'affirmative, le barème proposé doit l'établir clairement.

Enfin, CDS doit définir *titres de créance gouvernementaux*. La clause grand-père doit s'appliquer aux titres émis par un gouvernement mais également aux titres d'emprunts municipaux et à ceux bénéficiant d'une garantie du gouvernement. Le barème proposé doit être revu afin d'apporter cette précision.

IMPACT DES COÛTS TOTAUX

L'impact de la tarification sur les emprunts du secteur public québécois est important et générerait des coûts totaux annuels de plus de 1,4 millions de dollars.

Le tableau suivant présente les augmentations de tarifs découlant des barèmes proposés par CDS :

FRAIS ET AUGMENTATION, PAR ÉMISSION, ADVENANT L'ACCEPTATION DES 2 NOUVEAUX AVIS
(en dollars)

	Québec				Municipalités			
	10 ans	Aug. (%)	30 ans	Aug. (%)	5 ans	Aug. (%)	10 ans	Aug. (%)
Barème actuel	575		575		1 500		1 600	
Barèmes proposés	3 910	580	9 910	1 623	5 883	292	8 293	418

Ainsi, advenant l'acceptation des deux avis de CDS par les autorités réglementaires, Québec subirait une hausse tarifaire par émission de 580 % pour un billet à moyen terme de 10 ans et de 1 623 % pour un billet à moyen terme de 30 ans.

Les municipalités subiraient quant à elles une hausse tarifaire de 292 % pour une émission sériée d'un terme de 5 ans et de 418 % pour une émission sériée d'un terme de 10 ans.

Conclusions

La demande de révision de tarification et d'imposition de nouveaux frais aux émetteurs par la CDS aux autorités réglementaires est excessive, n'est pas justifiée et ne devrait pas trouver application dans sa forme actuelle puisque :

- La nouvelle tarification de CDS a pour effet de créer des obstacles déraisonnables à l'accès à ses services et ne sert pas l'intérêt public;
- La nouvelle tarification de CDS ne tient pas compte de la valeur nominale de l'emprunt, ni du nombre de transactions, ce qui n'est pas équitable et qui a pour effet de nuire aux émetteurs de petite taille comme les municipalités. Elle ne tient pas compte non plus du type d'émetteur et du type de valeur émise;
- Les comparatifs invoqués avec d'autres chambres de compensation ne sont pas détaillés ni probants;
- CDS n'a pas justifié et expliqué comment elle souhaite utiliser les revenus additionnels et quels avantages les émetteurs pourront en tirer.

En conséquence, le ministère des Finances s'oppose aux deux avis de modifications de tarification aux émetteurs proposés par CDS.

Veillez agréer, Monsieur Nagy, l'expression de mes sentiments distingués.



Alain Bélanger

Sous-ministre adjoint

- c.c. Mme Anne-Marie Beaudoin, Secrétaire générale, Autorité des marchés financiers
Directrice, Réglementation des marchés, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
- M. Doug MacKay, Manager, Market and SRO Oversight, British Columbia Securities Commission
- M. Bruce Sinclair, Securities Market Specialist, British Columbia Securities Commission
- M. Pierre Côté, Sous-ministre associé