

## Avis 23-325 des ACVM

*Étude pilote concernant les rabais sur les frais de négociation*

Le 23 janvier 2020

**I. INTRODUCTION**

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) ont approuvé l'étude pilote concernant les rabais sur les frais de négociation qui instaure des restrictions tarifaires temporaires sur les frais d'opérations appliqués par les marchés sur la négociation de certains titres intercotés et non intercotés (l'**étude pilote**) ou ne s'y sont pas opposés<sup>1</sup>. La mise en œuvre de l'étude pilote sera conditionnelle à celle d'une étude semblable aux États-Unis (l'**étude de la SEC**)<sup>2</sup>. Les ACVM ne procéderont à la mise en œuvre de l'étude pilote que s'il est donné suite à l'étude de la SEC.

Nous publions le rapport de conception de l'étude pilote (le **rapport de conception final**) à l'annexe A. Le cas échéant, un modèle d'ordonnance de mise en œuvre de l'étude pilote est également publié en annexe du présent avis. Le rapport de conception final sera également affiché sur le site Web d'autres autorités membres des ACVM, dont les suivantes :

[www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)

[www.albertasecurities.com](http://www.albertasecurities.com)

[www.bcsc.bc.ca](http://www.bcsc.bc.ca)

[www.fcnb.ca](http://www.fcnb.ca)

[nssc.novascotia.ca](http://nssc.novascotia.ca)

[www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca)

[www.fcaa.gov.sk.ca](http://www.fcaa.gov.sk.ca)

[www.mbsecurities.ca](http://www.mbsecurities.ca)

L'étude pilote s'amorcera simultanément à la mise en œuvre de l'étude de la SEC. Après avoir obtenu confirmation du lancement de cette dernière, nous publierons un avis de mise en œuvre renfermant de plus amples renseignements, notamment la date du début de l'étude pilote. Se reporter à la partie IV du présent avis pour en savoir davantage sur le calendrier et la durée.

---

<sup>1</sup> L'Autorité des marchés financiers et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ont approuvé l'étude pilote concernant les rabais sur les frais de négociation. Pour leur part, l'Alberta Securities Commission, la British Columbia Securities Commission, le Bureau du surintendant des valeurs mobilières des Territoires du Nord-Ouest, le Bureau du surintendant des valeurs mobilières du Yukon, la Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Financial and Consumer Affairs Authority de la Saskatchewan, le ministère de la Justice du gouvernement du Nunavut, la Nova Scotia Securities Commission, l'Office of the Superintendent of Securities de l'Île-du-Prince-Édouard et l'Office of the Superintendent of Securities, Service NL, de Terre-Neuve-et-Labrador ne s'y sont pas opposés.

<sup>2</sup> Publiée au <https://www.sec.gov/rules/final/2018/34-84875.pdf>. Se reporter également au document intitulé « Notice Establishing the Commencement and Termination Dates of the Pre-Pilot Period of the Transaction Fee Pilot for National Market System Stocks », publié au <https://www.sec.gov/rules/other/2019/34-85906.pdf>.

## II. OBJET DE L'ÉTUDE PILOTE

Les ACVM craignent que le paiement de rabais par les marchés influe sur le comportement des participants au marché, en ce sens qu'il pourrait :

1. entraîner chez les courtiers des conflits d'intérêts en matière d'acheminement des ordres qui pourraient être difficiles à gérer;
2. contribuer à augmenter la segmentation du flux d'ordres;
3. contribuer à l'accroissement de l'intermédiation sur les titres activement négociés.

L'étude pilote a pour objet de cerner les répercussions de l'interdiction pour les marchés canadiens de payer des rabais.

## III. ÉLABORATION DE L'ÉTUDE PILOTE

Depuis un certain nombre d'années déjà, nous étudions la pertinence de réaliser une étude pilote concernant le paiement de rabais sur les frais de négociation dans la poursuite de nos travaux visant à favoriser l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux et la confiance en ceux-ci. Le 15 mai 2014, nous avons publié un avis de consultation (**l'avis de 2014**) proposant des modifications au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **Règlement 23-101**) relativement au régime de protection des ordres (**RPO**)<sup>3</sup>. Le 7 avril 2016, à la suite de notre examen du RPO, nous avons publié un avis de modification du Règlement 23-101 et de *l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (**l'avis de 2016**)<sup>4</sup>. Dans l'avis de 2016, nous reconnaissons que nous examinons l'opportunité de réaliser une étude pilote afin d'analyser l'incidence du paiement de rabais sur les frais de négociation. Nous avons reçu l'appui des parties prenantes à cet égard. Toutefois, les commentaires des intervenants et des universitaires donnent à penser qu'il y a certains risques à mener une étude pilote sans les États-Unis, compte tenu de l'interconnexion des marchés nord-américains et des titres de capitaux propres canadiens intercotés au Canada et aux États-Unis. Par conséquent, nous avons décidé de ne pas mener cette étude si une étude semblable n'était pas effectuée aussi aux États-Unis<sup>5</sup>.

Le 14 mars 2018, la Securities and Exchange Commission des États-Unis (**SEC**) a proposé la Rule 610T du Regulation National Market System (**NMS**) qui instituerait un projet pilote concernant les frais d'opérations relatifs aux titres visés par le NMS<sup>6</sup>, créant ainsi l'occasion d'entreprendre une étude pilote canadienne.

Le 16 mars 2018, nous avons publié l'Avis 23-322 du personnel des ACVM, *Étude pilote concernant les rabais sur les frais de négociation*<sup>7</sup>, faisant le point sur nos projets relatifs à l'étude des répercussions des frais d'opérations et des rabais sur les pratiques d'acheminement des ordres, la qualité de l'exécution des opérations et la qualité du marché, et afin d'indiquer que

<sup>3</sup> Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 15 mai 2014, Vol. 11, n° 19, page 322.

<sup>4</sup> Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 7 avril 2016, Vol. 13, n° 14, page 657.

<sup>5</sup> Se reporter à la section 7 *Étude pilote sur l'interdiction des marchés de payer des rabais*, dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 7 avril 2016, Vol. 13, n° 14, page 673.

<sup>6</sup> Publié au <https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-82873.pdf>. (en anglais)

<sup>7</sup> Publié au <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2018/2018mars16-23-322-avis-acvm-fr.pdf>.

nous avons échangé avec le personnel de la SEC. En juillet 2018, nous avons retenu les services de trois universitaires canadiens (les **universitaires**)<sup>8</sup> pour concevoir l'étude pilote et mesurer les résultats. Puis, le 12 septembre 2018, le Capital Markets Institute de la Rotman School of Management a tenu une activité au cours de laquelle les universitaires ont présenté une ébauche de structure de l'étude pilote, qui a été suivie d'une table ronde et d'une discussion ouverte.

Le 18 décembre 2018, nous avons publié l'Avis de consultation 23-323 du personnel des ACVM, *Étude pilote concernant les rabais sur les frais de négociation (l'avis de consultation de 2018)*<sup>9</sup> afin de solliciter des commentaires sur la conception, les spécifications et la mise en œuvre de ce qui était alors le projet pilote. L'avis de consultation 2018 a été publié pour une période de consultation de 45 jours, période qui, à la lumière des commentaires des parties prenantes<sup>10</sup>, a été prolongée jusqu'au 1<sup>er</sup> mars 2019 au moyen de l'Avis 11-340 du personnel des ACVM, *Prolongation de la période de consultation*<sup>11</sup>. La liste des intervenants et un résumé des commentaires, accompagné de nos réponses, figurent à l'annexe B du présent avis. Il est possible de consulter les mémoires au [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca). Plus particulièrement, dans une lettre conjointe, neuf régimes de retraite canadiens et gestionnaires d'actifs mondiaux ont vivement appuyé l'étude pilote. Par contre, un seul des marchés l'appuie, mais la majorité des parties prenantes, dont des courtiers, y sont favorables.

Le 19 décembre 2018, la SEC a publié la Rule 610T du NMS afin d'instituer l'étude de la SEC, qui permet la coordination avec l'étude pilote des ACVM. Aussi poursuivrons-nous nos discussions avec le personnel de la SEC afin de coordonner les deux études pilotes.

#### IV. RÉSUMÉ DE L'ÉTUDE PILOTE

##### a. Calendrier et durée

L'étude pilote sera mise en œuvre en deux étapes :

1. titres intercotés : parallèlement à la mise en œuvre de l'étude de la SEC, si possible;
2. titres non intercotés et produits négociés en bourse (**PNB**) : trois mois après l'introduction des titres intercotés.

Nous comptons aviser les participants au marché le plus tôt possible avant la mise en œuvre de la première étape de l'étude pilote. Toutefois, il est primordial de la coordonner avec l'étude de la SEC. Compte tenu de l'incertitude entourant cette dernière, le délai de mise en œuvre pourrait

---

<sup>8</sup> Pour concevoir et mener l'étude pilote, les ACVM ont sélectionné les chercheurs suivants pour leur expertise dans la structure du marché canadien des titres de capitaux propres : Katya Malinova, Andriy Shkilko et Andreas Park. L'annonce concernant le recours aux services des universitaires a été publiée au <https://lautorite.qc.ca/grand-public/salle-de-presse/actualites/fiche-dactualite/les-autorites-en-valeurs-mobilieres-du-canada-font-le-point-sur-letude-pilote-concernant-les-frais/>.

<sup>9</sup> Publié au <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2018/2018dec18-23-323-avis-acvm-cons-fr.pdf>.

<sup>10</sup> Lire le mémoire de Deanna Dobrowsky, vice-présidente, Affaires réglementaires, Affaires juridiques, Groupe TMX, datée du 9 janvier 2019, publiée (en anglais seulement) au [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20190109\\_23-323\\_tmX.PDF](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20190109_23-323_tmX.PDF).

<sup>11</sup> Publié au <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2019/2019janv17-11-340-avis-acvm-fr.pdf>

devoir être écourté. Après avoir obtenu confirmation du lancement de l'étude de la SEC, nous entendons publier des ordonnances suivant le modèle reproduit en annexe au présent avis, le cas échéant, pour chaque marché concerné, comme il est indiqué plus en détail ci-dessous. Ces ordonnances seront accompagnées d'un avis donnant des renseignements supplémentaires, notamment la date du début de l'étude pilote.

L'étude pilote devrait prendre fin en même temps que l'étude de la SEC, et les structures de frais de tous les marchés devraient alors redevenir comme avant. Il sera ensuite permis aux marchés de déposer toute modification des frais qui est conforme à la législation canadienne en valeurs mobilières, sous réserve de toute autre mesure réglementaire qui pourrait découler de l'analyse de l'étude pilote.

Tout au long de cette étude, les universitaires examineront en continu les mesures de la qualité du marché indiquées dans le rapport de conception final. Si ces mesures révèlent que l'étude pilote a une incidence préjudiciable importante et prolongée sur la qualité du marché, les ACVM interviendront rapidement et l'Alberta Securities Commission, la British Columbia Securities Commission et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (ensemble, les **commissions**) rendront des ordonnances en vertu de leur législation en valeurs mobilières respective afin de révoquer ou de modifier celles mettant en œuvre l'étude pilote, pour ainsi mettre fin ou modifier cette dernière<sup>12</sup>.

#### **b. Marchés concernés**

L'étude pilote aura trait à tous les rabais sur les frais de négociation payés par les marchés canadiens, à savoir les bourses et les systèmes de négociation parallèle (**SNP**), pour l'exécution d'ordres sur certains titres de capitaux propres et PNB décrits plus en détail ci-après. Elle portera sur tous les barèmes de frais de négociation, y compris les barèmes « teneur-preneur » et « teneur-preneur inversé ».

#### **c. Titres visés par l'étude pilote**

L'étude pilote comportera deux échantillons :

1. un ensemble de titres choisis parmi une liste de titres très liquides dressée et publiée par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM**)<sup>13</sup>;
2. un ensemble de titres moyennement liquides et activement négociés établi par les universitaires.

On y retrouve des actions ordinaires intercotées et non intercotées, ainsi que des PNB, qui sont inscrits à la cote de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX. La liste des titres visés par l'étude pilote sera jointe aux ordonnances instituant sa mise en œuvre.

---

<sup>12</sup> En Ontario, la Commission des valeurs mobilières rendra des ordonnances en vertu de l'article 144 de la *Loi sur les valeurs mobilières* révoquant ou modifiant celles rendues en vertu du paragraphe 5 de l'article 21 et de l'article 21.0.1, selon le cas.

<sup>13</sup> Se reporter à <http://www.ocrcvm.ca/industry/rulebook/Pages/Highly-Liquid-Stocks.aspx>.

La moitié des titres échantillonnés sera assignée à un groupe de traitement auquel sera appliquée une interdiction de rabais sur les frais de négociation. Chaque titre faisant partie de ce groupe sera apparié à un titre témoin présentant des caractéristiques semblables, dont la taille de la société, le cours de l'action et le volume des opérations. Les rabais sur les frais de négociation seront autorisés pour les titres faisant partie du groupe témoin.

La sélection des PNB à inclure dans l'échantillon sera faite selon la méthode décrite dans le rapport de conception final. Les PNB ayant le même indice sous-jacent seront regroupés dans le groupe de traitement ou le groupe témoin. Ceux faisant partie du groupe de traitement seront appariés à d'autres PNB ayant le même type de titre sous-jacent, soit un titre à revenu fixe, un titre de capitaux propres, des marchandises ou autre, mais dont l'indice sous-jacent est différent.

#### **d. Conception de l'étude pilote**

L'étude pilote interdit aux marchés de payer des rabais sur les frais de négociation appliqués aux opérations sur les titres traités<sup>14</sup>, y compris la tarification liée (*linked pricing*). Les universitaires procéderont à une analyse empirique de mesures de la qualité du marché, et compareront les titres traités avec les titres témoins. Cette analyse statistique permettra d'examiner les répercussions de l'interdiction de payer des rabais en comparant les variations de la qualité du marché pour les titres composant le groupe de traitement et le groupe témoin.

Les ACVM ont envisagé la possibilité de mener l'étude pilote uniquement sur les titres non intercotés s'il n'était pas donné suite à l'étude de la SEC. Nous avons cependant conclu qu'il valait mieux s'abstenir de le faire, en grande partie parce que nous n'étions pas sûrs de la mesure dans laquelle les résultats d'une telle étude pourraient être appliqués à tous les titres aux fins d'élaboration de la réglementation. En outre, il n'est pas certain que celle-ci générerait suffisamment de données pour analyser les répercussions et justifier les coûts technologiques que cela entraînerait pour le secteur.

Voir l'annexe A du rapport de conception final. Consulter en outre la plateforme GitHub pour prendre connaissance de l'analyse des codes et des données poursuivie par les universitaires pendant le déroulement de l'étude pilote<sup>15</sup>.

#### **e. Programmes de tenue de marché dans le cadre de l'étude pilote**

Nous sommes d'avis que les teneurs de marché boursier jouent un grand rôle dans l'amélioration de la liquidité et le bon fonctionnement du marché. Toutefois, pour éviter toute distorsion possible de l'étude pilote et toute interférence dans la capacité d'analyser de manière significative les données recueillies, nous estimons que le paiement de rabais sur les frais de négociation appliqués par les marchés aux opérations sur les titres traités effectuées par tous les participants au marché, dont les teneurs de marché boursier, devrait être interdit.

Pendant cette interdiction, nous nous pencherons sur les propositions tarifaires déposées par les bourses pour d'autres incitatifs non rattachés à des rabais offerts dans le cadre d'un programme de tenue de marché boursier, et prendrons des décisions suivant le processus d'approbation

---

<sup>14</sup> L'interdiction s'étendra au paiement de rabais pour les applications intentionnelles.

<sup>15</sup> Voir <https://github.com/mps-consulting/CSA-feepilot>.

habituel. Même si, à notre avis, l'interdiction visant la tarification liée favorise l'intégrité de l'étude pilote en générant des mesures utiles de la qualité du marché, nous croyons également approprié d'y faire exception de manière à autoriser les teneurs de marché boursier à recevoir une tarification liée qui ne soit pas rattachée à des rabais. Les incitatifs non rattachés à des rabais applicables aux activités des teneurs de marché inscrits sont moins susceptibles d'interférer avec les objectifs de l'étude pilote. Ils peuvent aussi favoriser la participation des teneurs de marché et améliorer la fourniture de liquidité. Comme dans l'étude de la SEC, ces incitatifs peuvent être offerts uniquement aux teneurs de marché inscrits, et seulement pour les activités de tenue de marché. Par exemple, un marché pourrait offrir à ses teneurs de marché des incitatifs au volume sur une base mensuelle. Il est entendu que les ACVM ont l'intention d'harmoniser leur approche à celle adoptée par la SEC<sup>16</sup>.

## **V. POINTS D'INTÉRÊT LOCAL – MISE EN ŒUVRE**

Certaines autorités publient d'autres renseignements requis par la législation locale en valeurs mobilières. En Ontario, l'étude pilote sera mise en œuvre par voie d'ordonnances de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en vertu du paragraphe 21(5) et de l'article 21.0.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, selon les dispositions applicables à chaque bourse et SNP qui exerce des activités dans la province. L'Alberta Securities Commission et la British Columbia Securities Commission prononceront également des ordonnances mettant en œuvre l'étude pilote, selon les dispositions applicables aux bourses reconnues dans ces territoires. Dans ces trois provinces, les ordonnances respectives prévoiront que le marché payant un rabais sur les frais de négociation d'un titre inclus dans un groupe de traitement de l'étude pilote doit déposer une modification des frais qui supprimerait le paiement de rabais pendant la durée de l'étude pilote.

En outre, les commissions ordonneront que, pendant la durée de l'étude pilote, le marché qui souhaite apporter des modifications à sa fiche d'information établie conformément à l'Annexe 21-101A1 ou 21-101A2, y compris aux annexes de la fiche, dépose auprès de la commission compétente des documents démontrant, à la satisfaction de cette dernière, que les projets de modification ne nuisent pas à l'objectif de l'étude pilote. On trouvera en annexe au présent avis, le cas échéant, un modèle d'ordonnance représentatif des ordonnances qui seront présentées aux commissions pour signature une fois la mise en œuvre confirmée.

## **VI. ANNEXES**

- A. Rapport de conception final;
- B. Liste des intervenants et résumé, sous forme de tableau, des commentaires et des réponses des ACVM.

---

<sup>16</sup> Voir la note 6 ci-dessus aux pages 77 à 83.

#### IV. QUESTIONS

Pour toute question ou tout commentaire, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

<p>Serge Boisvert Analyste en réglementation Direction de l'encadrement des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca">serge.boisvert@lautorite.qc.ca</a></p>	<p>Roland Geiling Analyste en dérivés Direction de l'encadrement des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:roland.geiling@lautorite.qc.ca">roland.geiling@lautorite.qc.ca</a></p>
<p>Maxime Lévesque Analyste expert aux OAR Direction de l'encadrement des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:maxime.levesque@lautorite.qc.ca">maxime.levesque@lautorite.qc.ca</a></p>	<p>Kent Bailey Trading Specialist, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:kbailey@osc.gov.on.ca">kbailey@osc.gov.on.ca</a></p>
<p>Alex Petro Trading Specialist, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:apetro@osc.gov.on.ca">apetro@osc.gov.on.ca</a></p>	<p>Heather Cohen Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:hcohen@osc.gov.on.ca">hcohen@osc.gov.on.ca</a></p>
<p>Jesse Ahlan Regulatory Analyst, Market Structure Alberta Securities Commission <a href="mailto:jesse.ahlan@asc.ca">jesse.ahlan@asc.ca</a></p>	<p>Ami Iaria Senior Legal Counsel, Capital Markets Regulation British Columbia Securities Commission <a href="mailto:aiaria@bcsc.bc.ca">aiaria@bcsc.bc.ca</a></p>

Annexe A

**Rapport de conception  
relatif à l'étude pilote des ACVM  
concernant l'interdiction de payer des rabais  
(révisé à la lumière des commentaires du public)\***

Katya Malinova

Andreas Park

Andriy Shkilko

Première version : le 24 juillet 2018

Version courante : le 15 août 2019

\*Nous remercions de leurs commentaires les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), la Canadian Security Traders Association, le Comité consultatif de la structure des marchés de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, les participants à la table ronde organisée par le Capital Markets Institute de la Rotman School of Management et les personnes qui ont répondu à l'avis de consultation sur le rapport de conception original.

Katya Malinova – DeGroote School of Business, Université McMaster, [malinovk@mcmaster.ca](mailto:malinovk@mcmaster.ca)

Andreas Park – Rotman School of Management, Université de Toronto, Institute of Management and Innovation@UTM, [andreas.park@rotman.utoronto.ca](mailto:andreas.park@rotman.utoronto.ca) (auteur-ressource)

Andriy Shkilko – Lazaridis School of Business and Economics, Université Wilfrid Laurier, [ashkilko@wlu.ca](mailto:ashkilko@wlu.ca)



## I. Sommaire

Les ACVM ont proposé de mener une étude pilote afin de mieux comprendre les répercussions de l'interdiction pour les marchés canadiens de payer des rabais (l'étude pilote). La Securities and Exchange Commission des États-Unis (SEC) a annoncé son intention de réaliser une étude pilote portant sur un ensemble de questions similaires à celles soulevées par les ACVM (l'étude pilote de la SEC).

Il arrive souvent que des rabais soient payés aux participants au marché pour les inciter à exécuter leurs ordres sur une plateforme en particulier. Les ACVM ont chargé les auteurs du présent rapport d'élaborer la méthodologie à suivre pour l'étude pilote, d'analyser les résultats de cette étude et de rédiger un rapport de recherche final exposant les conclusions en détail. Dans le présent document, nous proposons une conception et exposons le cadre d'analyse. En particulier, nous traitons des sujets suivants : moment d'exécution, composition d'un échantillon, mesures empiriques, outils statistiques et enjeux prévus. Nous tenons aussi compte des commentaires reçus au cours de consultations publiques.

L'étude pilote se distingue entre autres par sa simplicité. Une conception complexe qui vise à répondre à un trop grand nombre de questions peut rendre l'analyse difficile et nuire à la formulation de conclusions sur les politiques à élaborer. Par conséquent, les principales conditions suivantes doivent être réunies pour que l'étude pilote atteigne ses objectifs :

- relativement à un groupe de titres choisis selon des critères objectifs et transparents (ci-après appelés les « titres traités »), il est interdit aux marchés de payer aux courtiers des rabais sur les frais<sup>1</sup>, y compris d'offrir des rabais sur les frais de retrait de liquidité qui sont liés aux activités d'apport de liquidité des courtiers; relativement à tous les autres titres, les règles demeurent inchangées;
- l'interdiction s'applique à tous les marchés sur lesquels sont négociés des titres de capitaux propres;
- pour ce qui est des titres intercotés, le moment de l'exécution de l'étude pilote et l'ensemble de titres visés sont coordonnés avec la SEC, dans la mesure du possible;
- l'étude pilote est introduite en deux étapes, si possible, afin d'atténuer les effets d'événements imprévus touchant l'ensemble du marché qui pourraient coïncider avec la date de son lancement;
- à l'étape de l'analyse, une série de mesures de la qualité du marché et de l'acheminement des ordres est calculée au moyen de données de piste d'audit détaillées;
- ces données sont examinées au moyen d'un ensemble de techniques standards;
- les codes utilisés pour l'analyse sont à la disposition du public par l'intermédiaire de GitHub et les commentaires sont les bienvenus.

Les titres constituant l'échantillon seront choisis parmi des titres de capitaux propres de sociétés et des produits négociés en bourse (PNB). Les titres de capitaux propres de sociétés seront répartis en deux groupes, selon qu'ils présentent une liquidité élevée ou moyenne. Chaque titre traité sera apparié avec un titre témoin présentant des caractéristiques similaires, comme la taille

---

<sup>1</sup> L'interdiction s'étendra au paiement de rabais pour les applications intentionnelles.

de l'entreprise, le cours et le volume des opérations. Les titres témoins ne seront pas traités. Le choix de l'échantillon sera régi exclusivement par des considérations statistiques. Selon nous, l'échantillon devrait être constitué comme suit :

- de 50 à 60 titres intercotés très liquides et de 20 à 30 titres intercotés moyennement liquides avec un nombre égal de titres intercotés appariés;
- de 60 à 80 titres non intercotés très liquides et de 80 à 100 titres non intercotés moyennement liquides avec un nombre égal de titres non intercotés appariés;
- de 20 à 30 PNB avec un nombre égal de titres appariés choisis parmi des PNB qui suivent des paniers de titres nettement différents.

Le nombre précis de titres sera déterminé à la date à laquelle l'échantillon aura été définitivement arrêté, avant le lancement de l'étude pilote.

À l'étape de l'analyse, nous utiliserons des mesures standards de qualité du marché (par exemple les écarts et les profondeurs affichés, les écarts effectifs et réalisés, le décalage lié à l'exécution, la volatilité, l'autocorrélation des opérations et des ordres, les délais d'exécution des ordres à cours limité à un prix concurrentiel). Nous examinerons ces mesures avant et après l'interdiction de payer des rabais pour le marché en général et pour plusieurs types de participants au marché en particulier (par exemple les teneurs de marché, les courtiers, les investisseurs individuels, les participants institutionnels, les participants utilisant des stratégies à haute fréquence). Nous présenterons les résultats dans le rapport final en prenant soin de préserver l'anonymat des participants.

## II. Détails

### A. Contexte

Dans leur avis de consultation sur le *Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation* publié en 2014<sup>2</sup>, les ACVM signalent que des préoccupations ont été soulevées quant au fait que le barème teneur-preneur « nuit à la transparence des cours, offre des incitatifs inappropriés, se traduit par une intermédiation excessive et entraîne des conflits d'intérêts » et proposent de mener une étude pilote pour examiner méthodiquement ces enjeux. Les ACVM précisent en particulier que l'étude pilote devrait porter « sur les répercussions d'une interdiction pour les marchés de payer des rabais ».

L'étude pilote que nous proposons vise à mieux comprendre les répercussions que l'interdiction de payer des rabais pourrait avoir sur les pratiques des courtiers en matière d'acheminement des ordres, sur le niveau d'intermédiation et sur les mesures standards de qualité du marché. L'analyse portera sur le marché en général et sur divers groupes de participants au marché pris individuellement. Nous prévoyons que l'analyse facilitera la prise de décisions en matière de politiques sur les rabais, et permettra que les décisions soient prises de la manière la plus juste et transparente possible, compte tenu des intérêts et des opinions de toutes les parties prenantes.

---

<sup>2</sup> <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/23-101/2014-05-15/2014mai15-23-101-avis-cons-fr.pdf>

Nous présentons ci-après une description détaillée des données, des variables et des méthodes qui nous permettront d'étudier les problèmes soulevés par les ACVM. Pour obtenir des résultats valables et pertinents quant aux politiques à élaborer, il est important que les échantillons de traitement et les échantillons témoins soient suffisamment vastes et bien structurés. Lorsque cela est possible, il conviendrait d'échelonner le traitement afin de réduire au maximum la possibilité qu'un événement exogène vienne confondre les résultats. En outre, nous chercherons à assurer une coordination étroite avec la SEC, étant donné que la mise en œuvre de son étude pilote pourrait influencer sur les activités de négociation au Canada.

### *B. Intérêt intrinsèque d'une étude pilote canadienne*

Bien que les marchés canadiens et américains des titres de capitaux propres soient similaires, ils présentent plusieurs différences majeures susceptibles d'influer sur les décisions d'acheminement des ordres prises par les courtiers. L'internalisation du flux d'ordres des investisseurs individuels aux États-Unis et la direction préférentielle du flux d'ordres au Canada en sont des exemples. Par conséquent, nous nous attendons à ce que l'interdiction de payer des rabais ait dans les deux pays des incidences similaires sur les mesures de qualité de l'ensemble des marchés, mais les changements dans les pratiques d'acheminement et le degré d'incidence sur les différents groupes de participants au marché pourraient différer. C'est pourquoi une étude pilote canadienne, combinée à des données suffisamment détaillées, nous permettra de bien mieux comprendre le mode de tarification actuel et sera nécessaire à la mise en place d'une politique réglementaire éclairée au Canada.

### *C. Données requises*

L'étude pilote a pour objet d'examiner les pratiques discrétionnaires d'acheminement des ordres et l'incidence des frais sur différents groupes de participants au marché. À partir de données détaillées, nous définirons un identifiant de négociateur en combinant l'identifiant de courtier, l'identifiant d'utilisateur et le type de compte (spécialiste, client, inventaire, etc.). Une fois définis, les identifiants de négociateurs seront utilisés selon le classement des participants au marché proposé par Devani, Tayal, Anderson, Zhou, Gomez et Taylor (2014).

## **III. Titres inclus dans l'étude pilote et constitution de l'échantillon**

### *A. Contexte*

Environ 3 800 titres sont inscrits à la cote des bourses de valeurs canadiennes, dont certains le sont également à la cote de bourses étrangères. Les caractéristiques de négociation varient considérablement entre titres et, dans le cadre de la constitution de l'échantillon, nous devons nous assurer que ces différences ne viennent pas brouiller les résultats.

Premièrement, bon nombre de titres sont négociés presque exclusivement dans des environnements exempts de rabais. Citons par exemple les titres inscrits à la Bourse des valeurs canadiennes ainsi que ceux inscrits à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX qui sont négociés sur la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et MatchNow à un cours inférieur à 1 \$. Ces titres seront exclus de l'échantillon.

Deuxièmement, nous nous attendons à ce que les résultats les plus statistiquement fiables de notre analyse concernent les titres très liquides. Nous sommes néanmoins conscients que l'examen de l'incidence d'une interdiction des rabais sur les titres générant des niveaux d'activité moyens revêt un grand intérêt. Par conséquent, nous analyserons un échantillon de ces titres, mais signalons que les mesures de la qualité du marché issues de cette analyse pourraient comporter du bruit statistique. Nous étudierons aussi l'effet d'une interdiction des rabais sur les PNB. Nous n'examinerons pas les titres très peu liquides, puisque leur analyse ne produirait pas de données statistiquement concluantes. Les titres de capitaux propres de sociétés seront répartis entre deux sous-échantillons : les titres de capitaux propres intercotés à une bourse américaine et les titres de capitaux propres non intercotés. Nous présenterons les résultats de notre analyse séparément pour les deux sous-échantillons.

### *B. Choix de l'échantillon et critères d'appariement des titres de sociétés*

Les deux sous-échantillons de titres de capitaux propres de sociétés seront séparés de nouveau en titres très liquides et moyennement liquides. L'OCRCVM considère qu'un titre est « très liquide » s'il a été négocié en moyenne au moins 100 fois par jour de bourse et était assorti d'une valeur de négociation moyenne d'au moins 1 000 000 \$ par jour de bourse pendant le dernier mois<sup>3</sup>. Les titres très liquides représentent plus de 90 % de la capitalisation boursière à la Bourse de Toronto et sont donc raisonnablement représentatifs des avoirs investis dans les titres de capitaux propres canadiens cotés en bourse. Nous entendons par titre « moyennement liquide » un titre qui a été négocié en moyenne au moins 50 fois par jour de bourse et était assorti d'une valeur de négociation quotidienne moyenne d'au moins 50 000 \$ pendant le dernier mois.

Pour choisir le groupe de traitement et le groupe témoin, nous utiliserons une méthode qui permet d'apparier des actions similaires en fonction d'un ensemble de caractéristiques prédéfinies et de choisir au hasard l'action qui sera traitée pour chaque paire. Nous utiliserons les caractéristiques d'appariement suivantes telles qu'elles se présentaient avant la date de lancement de l'étude pilote : état de l'inscription (sur un marché unique ou intercotée), liquidité (très liquide ou moyennement liquide), taille de la société (capitalisation boursière), cours et volume de négociation en dollars, la moyenne de ces trois dernières caractéristiques étant établie sur le mois précédant la date de sélection. La liste des titres inclus dans l'étude pilote sera annexée aux ordonnances qui mettront l'étude pilote en œuvre.

Nous utiliserons la *méthode d'appariement du plus proche voisin (nearest-neighbour matching)*. Plus précisément, pour chaque paire de titres possible  $i$  et  $j$ , nous calculerons l'erreur d'appariement (*matching error*) proportionnelle comme suit :

$$matcherror_{ij} = \sum_{k=1}^M \left( \frac{C_k^i - C_k^j}{C_k^i + C_k^j} \right)^2, \quad (1)$$

où  $C_k$  est l'une des caractéristiques d'appariement susmentionnées, par exemple la taille de la société, le cours ou le volume de négociation. Nous choisirons ensuite de manière séquentielle

<sup>3</sup> <http://www.ocrcvm.ca/industry/rulebook/Pages/Highly-Liquid-Stocks.aspx>

des paires comportant les plus faibles erreurs d'appariement jusqu'à ce que toutes les actions aient été appariées. Finalement, nous affecterons au hasard une action de chaque paire au groupe de traitement et inclurons l'autre action dans le groupe témoin.

### *C. Choix de l'échantillon et critères d'appariement des PNB*

Les avis des personnes ayant transmis des commentaires sur l'étude pilote originale étaient partagés, mais largement en faveur de l'inclusion des PNB dans l'étude. Cela dit, des intervenants craignent que la répartition nécessaire des PNB en un échantillon sans rabais et en un échantillon témoin ne crée « des gagnants et des perdants ». Prenons par exemple deux PNB fictifs ayant le même panier de titres sous-jacents, ATSX et ZTSX. Il est tentant, vu la similitude du panier de titres sous-jacents, de considérer ces PNB comme des titres appariés, l'un dans le groupe sans rabais, l'autre dans le groupe témoin. Une telle affectation pourrait cependant inciter les investisseurs à préférer l'un des deux produits. Si le régime de rabais actuel favorise la liquidité, le produit témoin sera choisi, et dans le cas contraire, le produit traité sera privilégié.

Pour répondre aux préoccupations des intervenants et éviter d'influencer les investisseurs dans le choix de PNB similaires, nous utiliserons l'indice sous-jacent comme l'un des critères d'affectation des PNB au groupe de traitement ou au groupe témoin. Plus précisément, dans notre exemple, ATSX tout autant que ZTSX seront affectés à un groupe de traitement ou à un groupe témoin. Les titres appariés seront choisis parmi des PNB assortis de paniers de titres sous-jacents différents. De plus, nous nous attendons à appairer les PNB avec le même type de titres sous-jacents : les PNB fondés sur des titres de capitaux propres avec des PNB fondés sur des titres de capitaux propres, les PNB fondés sur des titres à revenu fixe avec des PNB fondés sur des titres à revenu fixe, et ainsi de suite. Le reste de la procédure d'appariement ressemblera à celle qui est décrite ci-dessus pour les actions de sociétés. Ainsi,

- nous séparerons les PNB en catégories fondées sur le type de titres sous-jacents;
- dans ces catégories, nous repérerons les groupes de PNB assortis du même panier de titres sous-jacents;
- nous appairerons ces groupes avec les groupes de PNB du même type de titres, mais assorti d'un panier de titres sous-jacents différent. L'appariement se fera selon le volume d'opérations et le cours;
- lorsque les appariements auront été effectués, nous affecterons au hasard l'une des paires au groupe de traitement et l'autre au groupe témoin.

Nous ne prévoyons pas inclure de PNB actifs dans l'étude pilote.

## IV. Mesures empiriques et analyse statistique

### A. Mesures empiriques

**Liquidité cotée.** L'écart coté (*quoted spread*) sera la différence entre les meilleurs cours vendeur (*ask*) et acheteur (*bid*) à l'échelle du Canada (CBBO). Nous calculerons cette mesure de deux façons : i) à l'échelle de tous les marchés et ii) pour les marchés comportant des cotations protégées. L'écart coté au moment  $t$  pour le titre  $i$  est défini comme suit :

$$qs_{it} = ask_{it} - bid_{it}. \quad (2)$$

Nous excluons les marchés figés, où les cours acheteur et vendeur sont identiques, et les marchés croisés, où le cours acheteur est plus élevé que le cours vendeur.

Les écarts de cours varient habituellement. Il est pratique courante de calculer l'écart proportionnel (*proportional spread*) comme suit :

$$qsp_{it} = \frac{qs_{it}}{m_{it}}, \quad (3)$$

où  $m_{it}$  est le cours médian du CBBO, défini comme suit :

$$m_{it} = \frac{ask_{it} + bid_{it}}{2}. \quad (4)$$

Pour totaliser les mesures de l'écart à l'échelle quotidienne, nous calculons comme suit l'écart coté pondéré en fonction du temps (*time-weighted quoted spread*) le jour  $d$  :

$$twqsp_{id} = \frac{1}{\sum_t \Delta_{t,t+1}} \times \sum_t \Delta_{t,t+1} qsp_{it}, \quad (5)$$

où  $\Delta_{t,t+1}$  est le nombre d'unités de temps pendant lesquelles la cotation est active. Par exemple, si une cotation est active de 14:35:00.002 à 14:35:08.004, alors  $\Delta_{t,t+1} = 8\,002$  millisecondes (ms).

Certaines des actions incluses dans notre échantillon seront probablement soumises à des restrictions en raison de la variation minimale de 1 cent. Pour tenir compte de cette possibilité, nous calculerons la fraction de la journée pendant laquelle une action est cotée avec un écart de 1 cent.

Nous calculerons la *profondeur cotée* (*quoted depth*) comme la somme du nombre d'actions affichées des deux côtés du CBBO. Nous calculerons la *profondeur en dollars cotée* (*quoted dollar depth*) comme la somme de la valeur en dollars des actions affichées des deux côtés du CBBO. Les deux mesures de la profondeur seront pondérées en fonction du temps.

De plus, nous examinerons l'ampleur de la liquidité fournie et de la diversification de la liquidité passive en comptant le nombre de participants au marché qui fournissent de la liquidité et le niveau de concurrence entre eux en fonction de leur participation aux meilleurs cours ainsi que de la fréquence et du degré d'amélioration des cours.

**Efficienc e des cours.** La littérature financière propose un certain nombre de mesures permettant de déterminer la vitesse à laquelle (et la mesure dans laquelle) les cours intègrent la nouvelle information. En règle générale, plus le processus de formation des cours est rapide, plus les cours intègrent l'information de manière efficiente.

*Autocorrélation des rendements.* À l'instar de Hendershott et Jones (2005), nous calculerons l'autocorrélation des rendements aux cours médians pour des intervalles de 30 secondes, de 1 minute et de 5 minutes. Les valeurs absolues inférieures d'autocorrélation sont associées à une efficacité accrue du marché, car les cours ressemblent davantage à une marche aléatoire.

*Rapports des variances.* Si les cours sont efficients et présentent une marche aléatoire, la variance des cours médians est linéaire sur les horizons temporels. Campbell, Lo et MacKinlay (1997) définissent le rapport des variances proportionnel (*scaled ratio of variances*) sur l'horizon temporel  $k$  comme suit :  $(\sigma_{ik}/k\sigma_i) - 1$ , et ils estiment que plus ce rapport se rapproche de 0, plus le marché est efficient. Nous suivrons la littérature existante et calculerons les rapports des variances pour deux intervalles : de 30 secondes à 1 minute et de 1 minute à 5 minutes.

**Volatilité intrajournalière.** Nous calculerons deux mesures de la volatilité : l'une fondée sur la fourchette des cours et l'autre fondée sur la variance. Celle fondée sur la fourchette des cours représente la moyenne quotidienne de la fourchette des cours plafond et plancher pour des intervalles de 10 minutes, pondérée en fonction du cours médian pour l'intervalle défini dans l'équation 4 ci-dessus. Lorsqu'elle est appliquée à de nombreux titres, cette mesure est habituellement étroitement corrélée avec la volatilité globale du marché, représentée par l'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange (CBOE) (le « VIX »)<sup>4</sup>. La mesure fondée sur la variance représente l'écart-type des rendements aux cours médians dans un intervalle de 1 minute pour la journée.

**Niveaux d'activité.** Pour mesurer l'activité du marché, nous calculerons plusieurs mesures du volume de négociation, comme le volume à l'ouverture et à la clôture, le volume pendant le marché continu, le volume des applications intentionnelles et le volume invisible.

Nous calculerons également un ensemble de mesures ayant trait aux ordres, comme le nombre d'ordres et leur valeur, la proportion d'ordres annulés et exécutés, la proportion de la valeur des ordres exécutés, le nombre d'ordres à un cours égal ou supérieur au CBBO, la proportion d'ordres assortis d'un cours se situant à un cent et à deux cents des meilleurs cours ainsi que la proportion d'ordres assortis d'un cours s'écartant des meilleurs cours par une valeur équivalant à 1 % et à 5 % du cours médian. Nous porterons une attention particulière à l'évolution des pratiques d'acheminement des ordres pour vérifier l'incidence de la modification des incitatifs liée à l'interdiction de payer des rabais.

---

<sup>4</sup> Le VIX vise à mesurer, en fonction des cours médians en temps réel des options d'achat et de vente sur l'indice S&P 500, la volatilité constante prévue du marché boursier américain sur une période de 30 jours.

Il y a lieu de souligner qu'il n'existe aucune mesure économique convenue permettant de déterminer si une variation du niveau d'activité du marché est bénéfique ou nuisible. Aussi les chiffres concernant le volume et les ordres doivent-ils être interprétés avec prudence.

**Écarts effectifs.** Les écarts effectifs (*effective spreads*) mesurent les coûts supportés par les participants au marché lorsqu'ils négocient. Il est pratique courante de calculer les écarts effectifs en fonction du cours médian du CBBO en vigueur. Pour le titre  $i$ , l'écart effectif proportionnel pour une opération effectuée au moment  $t$  est comme suit :

$$esp_{it} = 2 \times q_{it} \times \frac{p_{it} - m_{it}}{m_{it}}, \quad (6)$$

où  $p_{it}$  est le prix de l'opération,  $m_{it}$  est le cours médian du CBBO en vigueur au moment de l'opération et  $q_{it}$  est une variable-indicateur égale à 1 si l'opération est amorcée par l'acheteur et à  $-1$  si l'opération est amorcée par le vendeur. Nous utilisons le facteur 2 pour rendre l'estimation comparable à l'écart coté en tenant compte du coût d'une opération aller-retour. Nous examinerons également une variation de l'écart effectif, appelée écart investissable (*investable spread*), qui correspond au coût de négociation en dollars d'un ordre standard.

Pour estimer l'écart effectif quotidien, il est pratique courante de pondérer en fonction du volume (*volume-weight*) des estimations portant sur des opérations. Ainsi, pour les opérations d'un volume  $v_{it}$ , l'écart effectif au jour  $d$  est la somme des écarts effectifs des opérations pondérée par la part des opérations dans le volume quotidien total :

$$vwesp_{id} = \frac{1}{\sum_t v_{it}} \times \sum_t v_{it} esp_{it}. \quad (7)$$

L'objet de l'étude pilote étant de mieux comprendre les effets de l'interdiction pour les marchés canadiens de payer des rabais, nous calculerons l'écart effectif des « frais rattachés » (*cum fee*) (souvent appelés dans le secteur l'écart « économique »)<sup>5</sup> selon la formule suivante, le terme *taker fee* désignant les frais du preneur de marché :

$$cum\ fee\ esp_{it} = esp_{it} + 2 \times taker\ fee_{it}/m_{it}. \quad (8)$$

**Incidence sur le prix et écart réalisé.** Il est pratique courante de décomposer l'écart effectif en *incidence sur le prix* (*price impact*) et en *écart réalisé* (*realized spread*). L'incidence sur le prix mesure la variation du prix causée par une opération et se définit comme suit :

---

<sup>5</sup> Cette mesure sera calculée par opération. Nous signalons qu'il sera difficile de déterminer avec précision les frais qui s'appliquent. En effet, les ordres invisibles, visibles et pour affichage seulement peuvent être assortis de frais différents, les teneurs de marché peuvent recevoir des rabais au volume, etc. Nous appliquerons une règle uniforme consistant à utiliser uniquement les frais les « plus courants » qui s'appliquent sur le marché en question.



$$primp_{it} = 2 \times q_{it} \times \frac{m_{i,t+\tau} - m_{it}}{m_{it}}, \quad (9)$$

où  $m_{i,t+\tau}$  est la somme de la médiane du CBBO et des unités de temps  $\tau$  après l'opération. L'idée sous-tendant cette mesure est que les opérations révèlent de l'information sur la valeur fondamentale du titre sous-jacent et que le marché a besoin de temps pour intégrer cette information dans les prix. L'horizon temporel  $\tau$  varie habituellement entre 5 millisecondes pour les titres fréquemment négociés et 5 minutes pour les titres plus rarement négociés.

L'incidence sur le prix est directement liée à l'écart réalisé (*realized spread*), qui est défini comme suit :

$$rsp_{it} = esp_{it} - primp_{it} \quad (10)$$

et s'entend du revenu reçu par les fournisseurs de liquidité, déduction faite des coûts d'antisélection inclus dans l'incidence sur le prix. Comme pour les écarts effectifs des frais rattachés, nous tiendrons compte des rabais auxquels ont droit les fournisseurs de liquidité (*maker rebates*) et calculerons comme suit les écarts réalisés des rabais rattachés (*cum rebate*) :

$$cum\ fee\ rsp_{it} = rsp_{it} + 2 \times maker\ rebate/m_{it}. \quad (11)$$

**Décalage lié à l'exécution.** Les investisseurs institutionnels négocient souvent des quantités supérieures à la profondeur disponible aux meilleurs cours, de sorte qu'ils scindent couramment les ordres « principaux » en ordres « secondaires » de plus petite taille. Les ordres secondaires peuvent faire bouger les cours par rapport au niveau où ils se situaient au début de l'opération volumineuse et ainsi faire augmenter le coût total de l'ordre principal. Ces investisseurs se préoccupent par conséquent du coût total de leurs ordres principaux, qui est habituellement mesuré au moyen du décalage lié à l'exécution (*implementation shortfall* ou *IS*).

Nous ne serons probablement pas en mesure de repérer directement les opérations d'investisseurs institutionnels, mais nous caractériserons les ordres principaux en relevant les situations où un même négociateur exécute plusieurs opérations dans le même sens un jour donné et n'en exécute aucune en sens inverse. Nous mesurerons le coût total associé à cette série d'opérations en calculant le décalage lié à l'exécution (*IS*), qui est défini comme suit :

$$IS_{it} = q_{it} \times (\$vol_{it} - p_{i0} \times vol_{it}), \quad (12)$$

où  $q_{it}$  est +1 pour une série d'achats et -1 pour une série de ventes qui commence au moment  $t$  pour l'action  $i$ ,  $\$vol_{it}$  est le volume total en dollars pour la série,  $p_{i0}$  est le cours médian au moment de la première opération de la série, et  $vol_{it}$  est le volume total d'actions pour la série.

Un décalage positif indique que les cours bougent dans la même direction que l'ordre principal. Dans notre rapport, le décalage global sera calculé en points de base du volume négocié global en dollars. Nous tiendrons compte de deux types de séries d'opérations : *i*) celles qui sont générées par des ordres négociables, et *ii*) celles qui sont générées par des ordres négociables et des ordres non négociables.

**Qualité d'exécution des ordres passifs.** Nous examinerons l'incidence de l'étude pilote sur des ordres de différents types, en nous attardant tout particulièrement aux ordres qui apportent de la liquidité. Pour ce qui est des ordres d'investisseurs individuels et des séries d'opérations volumineuses, nous calculerons le temps d'attente des ordres non négociables. Nous examinerons plus particulièrement les ordres dotés de cours qui laissent supposer que leur auteur souhaite une exécution dans les plus brefs délais. Ainsi, nous prendrons en compte les ordres transmis à des cours égaux ou supérieurs au CBBO.

Pour ce qui est des séries d'opérations volumineuses, nous indiquerons également la fraction moyenne du volume qui fait l'objet d'ordres négociables. Une variation de cette mesure indique qu'il existe une possibilité que des investisseurs institutionnels changent leurs stratégies et choisissent de « traverser l'écart » (*cross the spread*) plus ou moins souvent.

Nous examinerons aussi le ratio des ordres négociés sur les ordres transmis. Ce ratio indique le nombre d'ordres qu'une institution doit transmettre pour combler une position. Nous tiendrons compte uniquement des ordres transmis à des cours égaux ou supérieurs au CBBO. Nous calculerons également ce ratio pour le volume d'actions. En dernier lieu, nous étudierons le coût d'opportunité d'ordres passifs et d'ordres négociables qui ne sont pas exécutés, en comparant les cours au moment de la saisie avec les cours obtenus à l'exécution, après l'annulation, d'un volume d'ordres directionnels similaires par le même identifiant de négociateur.

## B. Analyse statistique

Notre approche statistique consiste en une analyse classique en doubles différences d'un ensemble de données de groupe (titres  $\times$  jours). Ce type d'analyse fait habituellement appel à deux méthodes pour examiner l'effet du traitement (par exemple l'effet de l'interdiction des rabais). Nous examinons ces méthodes ci-après en utilisant l'écart acheteur-vendeur à titre d'exemple.

Dans la première méthode, la variable dépendante  $\Delta DV_{it}$  (*dependent variable*) est la valeur de l'écart acheteur-vendeur pour le titre traité  $i$  au moment  $t$ , moins la valeur du titre apparié. Au moyen de cette variable dépendante, nous estimerons la régression suivante :

$$\Delta DV_{it} = \alpha \cdot pilot_t + controls_t + \delta_i + \varepsilon_{it}, \quad (13)$$

où  $pilot_t$  est une variable-indicateur égale à 1 à la date de lancement de l'étude pilote,  $controls_t$  sont des témoins de la série temporelle, comme le VIX, et  $\delta_i$  sont les effets fixes de la paire de titres. Le coefficient d'intérêt  $\alpha$  exprime l'effet de l'étude pilote sur les titres traités<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Cette méthode d'analyse de la régression est similaire à celle de Hendershott et Moulton (2011) et de Malinova et Park (2015).

Dans la deuxième méthode, la variable dépendante  $DV_{it}$  est la valeur de l'écart acheteur-vendeur de chaque titre provenant du groupe de traitement et du groupe témoin. Au moyen de cette variable dépendante, nous estimerons la régression suivante :

$$\Delta DV_{it} = \alpha_1 \cdot pilot_t + \alpha_2 \cdot pilot_t \times treated_i + \alpha_3 \cdot treated_i + controls_t + \delta_i + \varepsilon_{it}, \quad (14)$$

où  $pilot_t$  est une variable-indicateur égale à 1 à la date de lancement de l'étude pilote,  $treated_i$  correspond à 1 si le titre provient du groupe de traitement et à 0 sinon,  $controls_t$  sont des témoins de la série temporelle, comme le VIX, et  $\delta_i$  sont les effets fixes du titre. Le coefficient d'intérêt  $\alpha_2$  estime l'effet différentiel de l'étude pilote sur les titres traités. Par exemple, si l'écart coté est la variable dépendante, un  $\alpha_2$  positif indique que les écarts pour le groupe de traitement ont augmenté par rapport au groupe témoin.

Nous ferons de l'inférence dans toutes les régressions au moyen des erreurs-types doublement groupées de Cameron, Gelbach et Miller (2011), qui sont tolérantes à la corrélation transversale et à la persistance idiosyncrasique de la série temporelle<sup>7</sup>.

Chaque méthode utilisera deux témoins pour les effets présents à l'échelle du marché qui sont reconnus comme influant sur le comportement des négociateurs et la qualité du marché. Premièrement, nous utiliserons le VIX pour tenir compte du niveau de volatilité du marché. Nous n'ignorons pas que le Canada a son propre indice de volatilité, mais celui-ci peut être directement influencé par la négociation des titres inclus dans l'échantillon, tandis que le VIX est moins susceptible de l'être. Deuxièmement, nous utiliserons le rendement cumulé de l'indice des marchandises S&P GSCI. Comerton-Forde, Malinova et Park (2018) ont démontré que cet indice est étroitement corrélé à l'indice TSX composé tout en étant peu susceptible de subir fortement l'influence de la négociation au Canada, de sorte qu'il peut servir d'indicateur des rendements à l'échelle du marché canadien.

## V. Enjeux prévus

Nous signalons que plusieurs scénarios possibles peuvent peser sur notre capacité à tirer des conclusions pertinentes de l'étude pilote. En premier lieu, certaines sociétés composant l'échantillon pourraient rencontrer au cours de l'étude pilote des événements qui les rendraient inutilisables pour les analyses statistiques ultérieures (par exemple une fusion, une faillite ou une radiation de la cote). Nous atténuerons l'effet de tels événements en créant l'échantillon le plus près possible du lancement de l'étude pilote, tout en prévoyant un délai suffisant pour que les participants au marché puissent se préparer à sa mise en œuvre. Cela dit, si l'un des événements mentionnés ci-dessus se produisait après que l'échantillon aura été définitivement arrêté, nous pourrions choisir d'omettre le titre touché et son titre apparié lors des analyses ultérieures.

---

<sup>7</sup> Cameron, Gelbach et Miller (2011) et Thompson (2011) ont élaboré simultanément la méthode du double groupement (*double-clustering*). On trouvera également un exposé détaillé des techniques de double groupement dans Petersen (2009).

En deuxième lieu, il faut savoir que tous les titres peuvent être touchés par des événements majeurs à l'échelle du marché qui pourraient brouiller les résultats. Il pourrait s'agir de la faillite d'une grande institution financière, de l'effondrement d'un marché boursier ou un incident politique. Si l'introduction par étapes, l'utilisation de groupes témoins et la durée suffisamment longue de l'étude pilote permettent d'apaiser certaines des préoccupations liées à de tels événements, les ACVM se réservent néanmoins le droit, si les circonstances le commandaient, de prolonger l'étude pilote ou d'en retarder le lancement.

Enfin, en troisième lieu, il se pourrait que les marchés élaborent des solutions de contournement des interdictions de rabais pouvant compromettre l'étude pilote, notamment des frais différenciés, des escomptes au volume, de nouveaux types d'ordres, de nouvelles plateformes ou de nouveaux registres d'ordres. Les ordonnances mettant l'étude pilote en œuvre visent à empêcher de telles solutions de contournement afin de préserver l'intégrité scientifique de cette étude.

## **VI. Échéancier**

Nous proposons que la durée de l'étude pilote pour les titres intercotés corresponde à celle de l'étude pilote de la SEC. Nous proposons également que l'étude pilote se déroule en deux étapes, l'introduction du traitement pour les titres non intercotés et les PNB suivant de deux ou trois mois l'introduction du traitement pour les titres intercotés.

Comme il est expliqué ci-dessus, l'introduction par étapes peut atténuer les préoccupations que ferait naître une date de lancement de l'étude pilote proche de la survenance d'un événement inattendu touchant l'ensemble du marché. Par exemple, en juillet 2011, la SEC a adopté une nouvelle règle limitant certains aspects de l'accès direct au marché. Plusieurs équipes de recherche ont tenté d'analyser cet événement. Malheureusement, environ deux semaines après l'adoption de cette règle, la notation des États-Unis a été abaissée, ce qui a créé beaucoup de bruit dans les données. Aucune équipe de recherche n'a été en mesure de tirer de conclusions, car le bruit a entièrement faussé les résultats (Chakrabarty, Jain, Shkilko et Sokolov, 2019). Nous tenons à souligner qu'un événement imprévisible similaire pourrait brouiller les résultats si toutes les actions sont introduites simultanément dans l'étude pilote.

Les discussions que nous avons eues avec les participants au marché laissent entendre qu'ils partagent cette préoccupation. Par ailleurs, selon les commentaires que nous avons reçus, la différence entre une mise en œuvre en deux étapes et une mise en œuvre en une seule n'est que minime sur le plan technique.

## **VII. Contrôle, communication et transparence**

Nous croyons que la transparence est un élément fondamental de la réalisation d'études pilotes et nous nous engageons à fournir en temps utile aux ACVM des mises à jour complètes afin qu'elles les communiquent aux participants au marché. Nous contrôlerons en permanence les mesures empiriques décrites à l'article IV, transmettrons aux ACVM les résultats de notre

analyse statistique et examinerons toute tendance défavorable qui pourrait révéler une diminution de la qualité du marché.

Dans un souci de transparence, nous mettrons tous les codes à la disposition du public par l'intermédiaire de GitHub (le dépositaire de codes en ligne). La plateforme GitHub étant dotée d'une fonctionnalité de commentaire, nous accueillerons toutes les suggestions d'amélioration des codes. Dans la mesure du possible, nous publierons également les données (par exemple les données non exclusives qui serviront au processus d'appariement). Nous sommes d'avis que ce degré de transparence renforcera la confiance en l'intégrité de notre analyse. Cependant, nous ne publierons pas la liste des titres appariés afin d'éviter toute spéculation.

Nous avons reçu d'excellents commentaires de la part des ACVM, des membres du Comité consultatif de la structure des marchés de la CVMO, de la Canadian Security Traders Association, des participants à la table ronde du Capital Markets Institute de la Rotman School of Management et des personnes qui ont répondu à l'avis de consultation. Le présent rapport tient compte de ces commentaires.

## Annexe I : Exemple de procédure d'appariement des échantillons

La présente annexe fournit un exemple de la procédure d'appariement utilisée pour affecter les titres canadiens intercotés aux États-Unis au groupe de traitement et au groupe témoin.

Les chiffres se rapportant au volume de négociation, au cours et à la capitalisation boursière sont les plus récents disponibles au Canadian Financial Markets Research Centre (CFMRC)<sup>8</sup>. Le « volume de négociation » s'entend du volume quotidien moyen en dollars, le « cours » s'entend du cours de clôture et la « capitalisation boursière » s'entend du produit de la multiplication du cours par le nombre d'actions en circulation. Les variables qui comportent un prix sont exprimées en dollars canadiens.

Nous utilisons la procédure suivante pour obtenir l'échantillon apparié :

1. Nous prenons un échantillon composé de 181 titres canadiens qui sont également intercotés à la NYSE, à la NYSE Arca, au NYSE MKT, au Nasdaq GM et au Nasdaq CM.
2. Parmi ceux-ci, nous repérons 18 titres qui sont négociés à un cours inférieur à 1 \$, que nous appelons « titres à cours faible ». La volatilité des cours de ces titres est plutôt élevée et, comme il a été mentionné, les titres à cours faible ne seront pas inclus dans l'étude pilote. Néanmoins, nous les analysons ici par souci d'exhaustivité.
3. Parmi les titres restants, nous en repérons 107 qui figurent dans la liste des titres « très liquides » de l'OCRCVM, et les appelons les « actions très liquides ». Les 56 titres restants sont appelés les « actions moins liquides ». Nous appariions les actions très liquides avec d'autres actions très liquides, et les actions moins liquides avec d'autres actions moins liquides.
4. Pour chaque paire de titres  $i$  et  $j$  possible, nous estimons l'erreur d'appariement (*matching error*) comme suit :

$$matcherror_{ij} = \sum_{k=1}^3 \left( \frac{C_k^i - C_k^j}{C_k^i + C_k^j} \right)^2,$$

où  $C_k$  représentent les logarithmes naturels du volume de négociation, des cours et de la capitalisation boursière, au sens attribué à ces termes ci-dessus.

5. À partir de la matrice des erreurs d'appariement qui couvre l'ensemble des paires d'actions, nous sélectionnons les paires ayant les erreurs les plus faibles, pour un

---

<sup>8</sup> <http://cloudc.chass.utoronto.ca/ds/cfmrc>. Dans les rares cas où le CFMRC n'affiche aucune donnée valable pour un titre, nous obtenons l'information manquante à l'adresse suivante : <https://www.tmxmoney.com/fr/index.html>.

total de 53 paires d'actions très liquides, de 28 paires d'actions moins liquides et de 9 paires de titres à cours faible.

6. Enfin, pour affecter des actions au groupe de traitement et au groupe témoin, nous attribuons à chacune des paires un nombre aléatoire entre 0 et 1. Si ce nombre est inférieur à 0,5, nous affectons la première action de la paire au groupe de traitement, et inversement.

La figure 1 illustre la qualité de l'appariement. L'abscisse et l'ordonnée représentent les logarithmes de la capitalisation boursière, du volume en dollars et du cours des actions pour les paires de titres, selon l'affectation aléatoire d'un membre de la paire au groupe de traitement et de l'autre au groupe témoin. Un bon appariement est obtenu si les points se situent sur la ligne des 45 degrés ou dans sa proximité. Un test  $t$  ne montre aucune différence entre les échantillons de traitement et les échantillons témoins pour chacun des critères d'appariement.

## Références

- Battalio, Robert, Shane Corwin et Robert Jennings, 2016, « Can brokers have it all? On the relation between make-take fees and limit order execution quality », *Journal of Finance* 71, 2193-2238.
- Battalio, Robert, Brian Hatch, Mehmet Sağlam, 2019, « The cost of routing orders to high frequency traders », document de travail.
- Brogaard, Jonathan, Terrence Hendershott et Ryan Riordan, 2014, « High-frequency trading and price discovery », *Review of Financial Studies* 27, 2267-2306.
- Brogaard, Jonathan, Terrence Hendershott et Ryan Riordan, 2019, « Price discovery without trading: Evidence from limit orders », *Journal of Finance*, à venir.
- Cameron, A. Colin, Jonah B. Gelbach et Douglas L. Miller, 2011, « Robust inference with multi-way clustering », *Journal of Business Economics and Statistics* 29, 238-249.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo et A. Craig MacKinlay, 1997, *The Econometrics of Financial Markets* (Princeton University Press).
- Chakrabarty, Bidisha, Pankaj Jain, Andriy Shkilko et Konstantin Sokolov, 2019, « Unfiltered Market Access and Liquidity: Evidence from the SEC Rule 15c3-5 », *Management Science*, à venir.
- Cimon, David, 2019, « Broker Routing Decisions in Limit Order Markets », document de travail.
- Comerton-Forde, Carole, Katya Malinova et Andreas Park, 2018, « Regulating dark trading: Order flow segmentation and market quality », *Journal of Financial Economics*, 130, 347-366.
- Devani, Baiju, Ad Tayal, Lisa Anderson, Dawei Zhou, Juan Gomez et Graham W. Taylor, 2014, « Identifying trading groups – methodology and results », document de discussion, document de travail de l'OCRCVM.
- Hendershott, Terrence et Charles M. Jones, 2005, « Island goes dark: Transparency, fragmentation, and regulation », *Review of Financial Studies* 18, 743–793.
- Hendershott, Terrence et Pam Moulton, 2011, « Automation, speed, and stock market quality: The NYSE's hybrid », *Journal of Financial Markets* 14, 568–604.
- Korajczyk, Robert, et Dermot Murphy, 2018, « High-frequency market making to large institutional trades », *Review of Financial Studies* 32, 1034-1067.
- Malinova, Katya et Andreas Park, 2015, « Subsidizing liquidity: The impact of make/take fees on market quality », *Journal of Finance* 70, 509–536.



Menkveld, Albert, 2013, « High frequency trading and the new market makers », *Journal of Financial Markets* 16, 712-740.

Petersen, Mitchell A., 2009, « Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches », *Review of Financial Studies* 22, 435–480.

Thompson, Samuel B., 2011, « Simple formulas for standard errors that cluster by both firm and time », *Journal of Financial Economics* 99, 1–10.

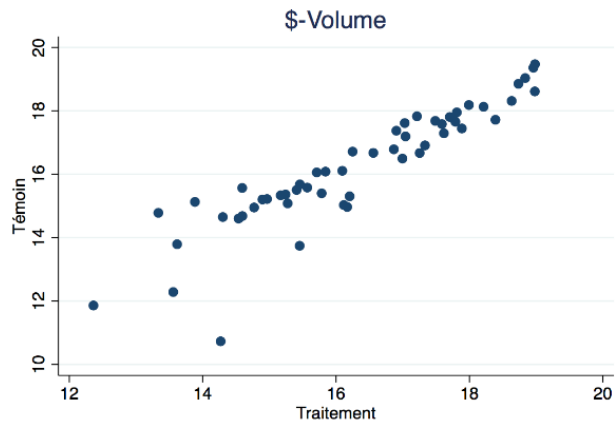
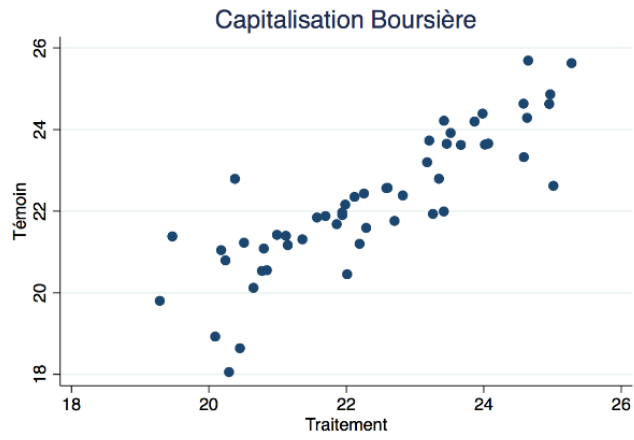
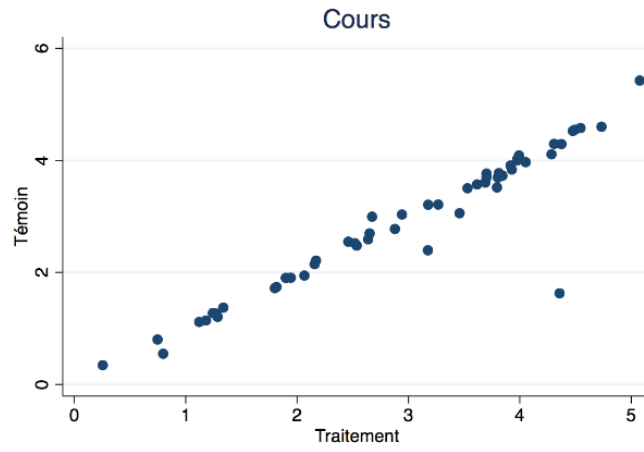


Figure 1

## ANNEXE B

### LISTE DES INTERVENANTS

Alberta Investment Management Corp. (AIMCO)  
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM)  
Caisse de dépôt et placement du Québec  
Canadian Security Traders Association, Inc. (CSTA)  
Citadel Securities Canada  
Corporation Mackie Recherche Capital  
CNSX Markets Inc. (CSE)  
Fidelity Gestion d'actifs (Canada) s.r.l.  
Financière Banque Nationale Inc. (NFI)  
Gestion d'actifs BlackRock Canada Limitée  
Gestion de Placements TD (GPTD)  
Groupe TMX Limitée  
Healthcare of Ontario Pension Plan (HOOPP)  
Healthy Markets Association  
Ian Bandeen  
Independent Trading Group (ITG84)  
Invesco Canada Ltée  
Investissements PSP  
Marchés des capitaux CIBC (CIBCCM)  
Nasdaq Canada  
NEO Exchange Inc.  
Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC)  
Omega Securities Inc. (OSI)  
Placements AGF Inc.  
Placements Mackenzie  
RBC Dominion valeurs mobilières Inc., Marché des Capitaux et Gestion de patrimoine  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.  
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (RREO)  
Scotia Capitaux Inc.  
Select Vantage Canada Inc.  
Société d'administration d'OMERS  
T. Rowe Price  
The Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies  
Valeurs Mobilières TD Inc.  
Vestcor  
Virtu ITG Canada Corp.



	<p>qu'une raison impérieuse ne justifie une intervention réglementaire;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aucune solution de rechange viable afin de mieux gérer les risques associés aux rabais ou de les éviter n'a été envisagée;</li> <li>• L'étude pilote pourrait avoir des répercussions négatives sur les investisseurs et les émetteurs, entraver la concurrence entre les marchés et faire augmenter les frais de négociation nets de certains courtiers;</li> <li>• Il est possible que les fournisseurs de liquidité se retirent des marchés, ce qui pourrait accentuer les écarts;</li> <li>• L'étude pilote pourrait avoir des conséquences imprévues et miner la transparence et l'intégrité des marchés financiers canadiens, y compris l'arbitrage lié aux flux de négociation entre les marchés canadiens et américains, ce qui pourrait avoir une incidence sur l'attrait et la compétitivité des marchés canadiens;</li> <li>• L'étude pilote pourrait affaiblir les marchés où les ordres sont affichés par rapport à ceux où ils ne le sont pas et rendre possible des comportements de négociation créant des inégalités dans le marché.</li> </ul>	<p>meilleure voire la seule façon de répondre à ces préoccupations est de réaliser l'étude pilote, car c'est uniquement grâce à celle-ci que les ACVM pourront déterminer l'incidence des rabais. Si l'étude pilote devait nuire aux marchés, nous pourrions y mettre fin immédiatement au moyen d'ordonnances des commissions, le cas échéant.</p>
<p><b>Conception globale de l'étude pilote</b></p>	<p><i>Structure générale de l'étude pilote</i></p> <p>Un certain nombre d'intervenants sont généralement d'accord avec le calendrier, la durée et l'étendue de l'étude pilote ainsi qu'avec le recours à la méthode des paires appariées. Certains intervenants soulignent l'importance d'avoir un groupe témoin pour lequel aucun rabais n'est permis. D'autres mentionnent l'importance d'inclure tous les marchés dans l'étude pilote.</p> <p>Certains intervenants sont d'avis que la restriction des rabais ne répondrait probablement pas à toutes les préoccupations concernant les conflits d'intérêts, la segmentation ou l'intermédiation excessive (causalité, changements de comportement temporaires ou permanents).</p>	<p><i>Structure générale de l'étude pilote</i></p> <p>L'étude pilote est conçue pour mieux comprendre le système de rabais en vigueur et ses effets sur la qualité du marché. Étant donné sa durée, nous nous attendons à ce qu'elle entraîne des changements à long terme dans le comportement des participants au marché.</p>

	<p><i>Titres inclus/exclus</i></p> <p>Un certain nombre d'intervenants sont en faveur de l'exclusion des titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$ parce qu'ils ne produiraient pas de données statistiquement concluantes.</p> <p>La majorité des intervenants appuient fortement la décision de ne pas offrir aux émetteurs l'option de s'exclure de l'étude pilote, car cela pourrait avoir une incidence sur le choix de l'échantillon et sur les résultats. Un intervenant veut s'assurer que les ACVM ont consulté les émetteurs avant la mise en œuvre de l'étude pilote, compte tenu des préoccupations des émetteurs aux États-Unis. Un autre se dit préoccupé par la possibilité que la détérioration de la liquidité nuise aux émetteurs, tandis qu'un autre encore suggère de permettre aux émetteurs de s'exclure de l'étude pilote.</p> <p><i>Tarifification symétrique</i></p> <p>Un intervenant appuie la proposition des ACVM de ne pas imposer la tarification symétrique, tandis qu'un autre craint qu'une telle tarification ne soit le seul moyen d'éliminer les conflits d'intérêts.</p> <p><i>Confidentialité</i></p> <p>Un intervenant demande que la communication des données confidentielles nécessaires à la réalisation de l'étude pilote soit strictement limitée aux universitaires et aux autorités de réglementation, et que les participants au marché ou d'autres tiers n'aient pas accès à l'information sur les opérations des clients pouvant comprendre des données exclusives portant sur leurs stratégies de négociation. Un autre intervenant exprime des préoccupations d'ordre général concernant la confidentialité vu la possibilité d'identifier les courtiers sur la base des données publiques communiquées dans le cadre de l'étude pilote.</p>	<p><i>Titres inclus/exclus</i></p> <p>Comme nous l'expliquons plus en détail ci-après, les ACVM ont mené de vastes consultations auprès d'un large éventail de parties prenantes. En ce qui a trait aux émetteurs, le personnel s'est réuni avec les comités consultatifs des commissions pour solliciter d'autres commentaires. Aucun émetteur n'a exprimé de préoccupations au sujet de l'étude pilote à ces réunions ni par la suite, y compris en réponse à l'avis de consultation de 2018. Comme il est indiqué dans cet avis, les ACVM demeurent convaincues que l'étude pilote ne nuira pas aux émetteurs.</p> <p><i>Tarifification symétrique</i></p> <p>Les ACVM n'imposeront pas la tarification symétrique, car une telle obligation serait, à leur avis, trop normative.</p> <p><i>Confidentialité</i></p> <p>Les ACVM peuvent garantir à tous les participants au marché que les données nécessaires à la réalisation de l'étude pilote demeureront confidentielles et que seuls les ACVM, l'OCRCVM et les universitaires y auront accès. Les ACVM prendront les précautions nécessaires pour s'assurer qu'il n'y ait aucune fuite. De plus, les données seront anonymisées, et seules les données agrégées seront publiées.</p>
--	--	---

<p><b>Cadre juridique de l'étude pilote</b></p>	<p><i>Objet de l'étude pilote</i></p> <p>Un intervenant se demande d'une manière générale s'il est approprié qu'une autorité de réglementation des valeurs mobilières participe à l'établissement des frais ou au plafonnement des taux. Un autre intervenant fait remarquer que les ACVM n'ont jamais joué un tel rôle et soutient que l'étude pilote ne devrait aller de l'avant qu'en présence d'un motif clair d'intérêt public. Un certain nombre d'intervenants croient que les ACVM devraient préciser certains aspects de l'étude pilote dès le départ, notamment en définissant le problème qu'elles tentent de résoudre et la façon dont elles mesureront la qualité du marché et de l'exécution (p. ex. ce qui constitue de bons résultats termes de liquidité, de volume et de capacité à effectuer des opérations) ainsi que la réussite globale de l'étude pilote (ce qui représente des résultats statistiquement concluants).</p> <p><i>Processus de consultation</i></p> <p>Un intervenant se dit préoccupé par le fait que les ACVM n'ont pas réellement donné suite aux commentaires reçus à l'égard du projet pilote en réponse à l'avis de 2014 et qu'elles semblaient avoir décidé unilatéralement de réaliser l'étude pilote. Plusieurs intervenants soulignent également que les ACVM n'ont pas effectué d'analyse coûts-avantages.</p>	<p><i>Objet de l'étude pilote</i></p> <p>L'étude pilote a pour objectif d'examiner l'incidence des rabais sur la qualité du marché et le comportement des participants. Les ACVM sont d'avis que les rabais peuvent créer des conflits d'intérêts difficiles à gérer et entraîner des comportements qui nuisent à la qualité du marché et à l'expérience des investisseurs. Elles estiment par ailleurs que le paiement de rabais peut se traduire par une intermédiation excessive et une trop grande segmentation du flux d'ordres, ce qui pourrait, à leur avis, nuire tout autant à la qualité du marché. Par conséquent, l'étude pilote a été conçue pour évaluer les répercussions de l'interdiction pour les marchés canadiens de payer des rabais. Les paramètres utilisés permettront de mesurer la qualité du marché. Dans le cas où l'étude pilote se révélerait préjudiciable aux marchés, les ACVM pourraient y mettre fin immédiatement au moyen d'ordonnances des commissions, le cas échéant.</p> <p><i>Processus de consultation</i></p> <p>Les réponses aux commentaires reçus à l'égard de l'avis de 2014 ont été données dans l'avis de 2016. Les ACVM avaient alors décidé de ne pas donner suite au projet pilote compte tenu des commentaires reçus à ce moment-là au sujet de la coordination, dans la mesure du possible, avec les États-Unis. Les ACVM n'ont envisagé la possibilité de réaliser une étude pilote qu'au milieu de 2018. Elles ont depuis mené plus de 10 activités de sensibilisation, ce qui a donné aux participants au marché de nombreuses occasions de formuler des commentaires et des préoccupations au sujet de l'étude pilote et d'obtenir des réponses à cet égard. Elles ont notamment publié l'avis de consultation de 2018,</p>
---	---	--

	<p><i>Processus de mise en œuvre</i></p> <p>Quelques intervenants appuient l'obligation pour les marchés qui voudront modifier leurs frais ou effectuer une refonte importante de leur structure pendant la mise en œuvre de l'étude pilote de démontrer aux ACVM que le changement ne nuira pas à l'objectif de l'étude pilote. À l'inverse, un intervenant se dit très préoccupé par cette obligation et fait remarquer qu'elle pourrait conférer aux ACVM un pouvoir discrétionnaire déraisonnable leur permettant de refuser les changements souhaités par le marché et qu'elle ne s'applique pas à tous les participants au marché. En outre, cet intervenant est d'avis que l'obligation est trop large, en ce sens qu'elle peut s'appliquer à tout changement apporté par le marché.</p> <p>Ce même intervenant craint que la mise en œuvre de l'étude pilote contourne le processus établi pour l'imposition de nouvelles obligations et règles aux marchés. Il estime en particulier que le plan de mise en œuvre viole l'interdiction de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) relative aux décisions générales et contourne le processus d'élaboration réglementaire officiel.</p>	<p>qui visait plus particulièrement à recueillir des commentaires sur la conception de l'étude pilote et sur l'opportunité de la réaliser. Les ACVM ont décidé d'aller de l'avant avec l'étude pilote, les activités de sensibilisation ayant permis d'établir que tous les participants au marché, ou presque, y sont favorables. Se reporter à l'appendice 1 des présentes pour obtenir la liste des activités de sensibilisation menées à ce jour.</p> <p><i>Processus de mise en œuvre</i></p> <p>Nous disposons de pouvoirs étendus pour prendre des décisions dans l'intérêt public. Les marchés auront l'occasion d'exposer les raisons justifiant les changements proposés et, s'ils n'ont pas d'incidence défavorable sur l'objectif de l'étude pilote, une décision sera prise dans le cours normal des activités. Nous n'avons pas l'intention de limiter la capacité des marchés de livrer concurrence. Il est possible que l'étude pilote les incite à trouver de nouvelles façons de faire à cet égard.</p> <p>Il n'est pas nécessaire de mettre en œuvre l'étude pilote au moyen du processus d'élaboration réglementaire, car celle-ci ne vise que certains titres et sera d'une durée limitée. Comme le reconnaît l'intervenant, il n'est pas non plus envisageable en pratique de mettre en œuvre l'étude pilote dans le cadre du processus d'élaboration réglementaire en raison de sa durée limitée et parce qu'il serait alors difficile de l'annuler si elle devait avoir des effets défavorables sur le marché. Nous faisons également remarquer que l'étude pilote n'est pas mise en œuvre au moyen de décisions générales.</p>
--	--	---



<p><b>Commentaires généraux</b></p>	<p><i>Difficultés de mise en œuvre de l'étude pilote</i></p> <p>Un intervenant s'inquiète des coûts technologiques que l'étude pilote imposera au secteur et demande que les ACVM examinent ce fardeau et tentent d'en réduire l'incidence au maximum. Un autre intervenant craint que certaines plateformes de négociation ne puissent pas supporter deux mécanismes intelligents d'acheminement des ordres, ce qui aurait une incidence sur les résultats de l'étude pilote.</p> <p><i>Incidences réglementaires de l'étude pilote</i></p> <p>Un certain nombre d'intervenants se disent d'accord avec la possibilité de prendre les mesures qui s'imposent si les résultats de l'étude pilote le justifient. L'un d'eux fait remarquer que ces mesures pourraient comprendre la limitation importante, voire l'interdiction, des rabais pour les titres plus liquides lorsque les données permettent de conclure à la non-nécessité d'incitatifs favorisant la liquidité.</p> <p><i>Possibilité de se fonder sur les conclusions de l'étude pilote de la SEC sur les frais</i></p> <p>Selon certains intervenants, les ACVM devraient, plutôt que de procéder à une étude pilote, se fonder sur les conclusions de l'étude pilote de la SEC sur les frais pour évaluer les changements à apporter à la réglementation canadienne, s'il y a lieu. Les intervenants sont partagés sur la question de savoir si les ACVM pourraient tout simplement se fonder sur les conclusions de l'étude pilote de la SEC sur les frais ou si elles devraient mener l'étude pilote en parallèle. Ceux qui appuient la deuxième option craignent qu'en raison des différences marquées entre les</p>	<p><i>Difficultés de mise en œuvre de l'étude pilote</i></p> <p>Tous les efforts seront déployés pour réduire les coûts de mise en œuvre de l'étude pilote. Les universitaires ont consulté les fournisseurs avant la publication de l'avis de consultation de 2018 et savent que ceux-ci acheminent déjà différemment les ordres en fonction du titre qui est négocié (par exemple selon que son cours est supérieur ou inférieur à 1 \$). De plus, les marchés ajustent périodiquement et fréquemment leurs frais de négociation avec des coûts limités pour eux-mêmes ou pour les participants.</p> <p><i>Incidences réglementaires de l'étude pilote</i></p> <p>Nous sommes d'accord avec les commentaires sur cette question. L'étude pilote a pour objet de cerner les répercussions de l'interdiction pour les marchés canadiens de payer des rabais. Si les résultats de l'étude pilote laissent entendre que la réglementation devrait être modifiée pour améliorer les marchés des capitaux du Canada, les ACVM ont l'intention d'évaluer et d'élaborer des solutions possibles. Toute proposition suivra son cours et sera notamment soumise à une consultation.</p> <p><i>Possibilité de se fonder sur les conclusions de l'étude pilote de la SEC sur les frais</i></p> <p>Les ACVM ont envisagé de se fonder sur les conclusions de l'étude pilote de la SEC sur les frais; toutefois, en raison de différences importantes entre la structure du marché canadien et celle du marché américain, et de certaines différences nécessaires dans la conception des deux études, elles ont décidé qu'il est impératif de procéder à leur propre étude pilote.</p>
-------------------------------------	---	--

rouages du marché et le régime réglementaire des deux pays, les enseignements tirés de l'expérience américaine ne puissent être transposés de la manière prévue.

*Autres méthodes*

Des intervenants suggèrent aux ACVM d'utiliser les données de l'OCRCVM, y compris les données historiques, au lieu de réaliser de l'étude pilote afin d'évaluer les pratiques d'acheminement des courtiers et les politiques de meilleure exécution portant sur la prise de décisions en matière d'acheminement. Un intervenant recommande aux ACVM d'étudier les données de l'OCRCVM à partir de mai 2017, date à laquelle elles ont introduit la réduction du plafond des frais de négociation pour les parts de FNB et les titres de capitaux propres non intercotés.

Un intervenant suggère de réduire progressivement le plafond des frais actuel pour tous les titres, plutôt que de procéder à l'étude pilote.

*Autres méthodes*

L'étude pilote comprendra une analyse des pratiques d'acheminement existantes, mais ces renseignements ne seront pas suffisants pour établir un lien entre les frais et les décisions d'acheminement. Les pratiques d'acheminement existantes sont le fruit d'interactions entre marchés, courtiers et clients, et établissent un équilibre. Une interdiction des rabais influera sur ces interactions, de sorte que nous pourrions étudier les changements de comportement et le nouvel équilibre créé. Les données de l'OCRCVM recueillies depuis l'introduction de la réduction du plafond des frais ne suffiront pas non plus à atteindre l'objectif de l'étude pilote, et ce, pour un certain nombre de raisons. Plus particulièrement, la plupart des marchés ont réduit leurs frais graduellement de 2015 à 2017 en prévision du plafonnement des frais. Au cours de cette période, deux nouveaux marchés dotés de structures totalement différentes, à savoir de ralentisseurs, ont vu le jour, ce qui nous empêche d'isoler l'incidence du plafonnement des frais sur les marchés.

L'un des éléments clés de l'étude pilote est le groupe témoin de titres qui sert d'étalon pour observer les changements touchant les titres traités. Une réduction progressive du plafond des frais pour tous les titres serait sous-optimale parce qu'il n'y aurait pas de groupe témoin. Une réduction progressive touchant uniquement le groupe de titres traités nous obligerait à réaliser l'étude pilote sur une très longue période. Nous prévoyons qu'il faudrait plusieurs semaines aux participants au marché pour ajuster leur comportement à chaque changement de frais, de

	<p>On nous fait part de l'opinion selon laquelle les ACVM devraient réaliser l'étude pilote sur les titres non intercotés même s'il n'est pas donné suite à l'étude pilote de la SEC sur les frais.</p>	<p>sorte que le nouvel équilibre serait long à s'établir. Qui plus est, chaque ajustement leur imposerait des coûts. Enfin, un déploiement progressif rendrait impossible une coordination significative avec l'étude pilote de la SEC sur les frais. Nous estimons donc qu'une modification en une seule fois est la meilleure solution. Par ailleurs, l'étude pilote a pour objectif de mesurer l'incidence de l'absence de rabais (c'est-à-dire l'élimination des conflits d'intérêts) afin de vérifier si ceux-ci dictent les comportements. Une réduction progressive ne permet pas d'établir une telle mesure, pas plus qu'elle ne permet d'atteindre le but premier de l'étude pilote.</p> <p>S'il n'est pas donné suite à l'étude pilote de la SEC sur les frais, les ACVM ne réaliseront pas d'étude pilote sur les titres non intercotés. Nous ne pensons pas être en mesure de prendre des décisions réglementaires éclairées après l'étude si nous analysons l'incidence d'une interdiction des rabais uniquement sur des titres non intercotés.</p>
<p><b>Les universitaires proposent de qualifier de « moyennement liquide » un titre qui a été négocié en moyenne au moins 50 fois par jour de bourse et était assorti d'une valeur de négociation moyenne de plus de 50 000 \$ par jour de bourse pendant le dernier mois. À votre avis, cette définition est-elle appropriée? Dans la négative, veuillez fournir une autre définition ainsi que des données justificatives, si elles</b></p>	<p>Les intervenants appuient massivement la définition d'un titre « moyennement liquide ». Certains indiquent que l'étude pilote devrait tenir compte d'éventuels biais sectoriels. D'autres craignent que les titres moyennement liquides soient trop peu liquides pour en justifier l'analyse.</p>	<p>Les universitaires utiliseront la définition exposée dans l'avis de consultation de 2018<sup>1</sup>. L'analyse séparera les titres en deux groupes, selon qu'ils présentent une liquidité élevée ou moyenne. Étant donné que l'objectif de l'analyse est de bien comprendre l'incidence de l'interdiction des rabais, les universitaires étudieront attentivement la question de savoir si d'autres analyses sont justifiées. Ils sont conscients de l'éventualité qu'il existe des biais sectoriels, et ils les contrôleront tant à l'étape de l'analyse qu'à celle de la randomisation.</p>

<sup>1</sup> Un titre « moyennement liquide » s'entend d'un titre qui a été négocié en moyenne au moins 50 fois par jour de bourse et était assorti d'une valeur de négociation moyenne d'au moins 50 000 \$ par jour de bourse pendant le dernier mois.

<b>sont disponibles, pour illustrer les titres qu'englobe votre définition.</b>		
---	--	--

<p><b>Les universitaires proposent d'introduire l'étude pilote en deux étapes, à savoir les titres non intercotés d'abord, suivis des titres intercotés. Croyez-vous qu'une telle introduction par étapes entraînera des problèmes importants pour l'analyse statistique et les résultats de l'étude pilote? Dans l'affirmative, veuillez décrire en détail vos préoccupations.</b></p>	<p>L'introduction par étapes de l'étude pilote a suscité très peu de préoccupations. Selon la plupart des intervenants, le plus grand enjeu à cet égard est de synchroniser l'inclusion des titres intercotés dans l'étude pilote avec le calendrier de l'étude pilote de la SEC sur les frais. En partie en raison de cette préoccupation, des intervenants suggèrent que les ACVM mènent la phase de l'étude pilote portant sur les titres non intercotés après celle portant sur les titres intercotés. D'autres intervenants veulent s'assurer que les sociétés disposent d'un délai suffisant pour se préparer à l'étude pilote. Certains proposent un délai de 90 à 120 jours entre le prononcé des ordonnances mettant en œuvre l'étude pilote et la date de lancement de celle-ci.</p> <p>Selon un intervenant, un événement de marché majeur pourrait fausser les résultats au point où il ne serait plus possible de comparer les deux jeux de données. Cet intervenant indique qu'une étude pilote introduite en une étape ferait en sorte que les variables s'appliqueraient de manière égale aux deux jeux de données et faciliterait la mise en œuvre.</p>	<p>Les universitaires maintiendront autant que possible l'introduction par étapes de l'étude pilote. Toutefois, parce que le délai entre l'annonce du lancement de l'étude pilote de la SEC sur les frais et sa mise en œuvre comme telle risque d'être court, l'étude pilote débutera sans doute avec les titres intercotés. Nous comptons aviser les participants au marché le plus tôt possible avant la mise en œuvre de la première étape de l'étude pilote. Cependant, il est primordial de la coordonner avec l'étude de la SEC. Compte tenu de l'incertitude entourant cette dernière, le délai de mise en œuvre pourrait devoir être écourté. Les titres non intercotés et les PNB seront introduits dans l'étude pilote trois mois après les titres intercotés.</p> <p>Les universitaires font remarquer que l'objectif de la méthode par étapes consiste précisément à éviter que les résultats soient faussés, et que cette méthode permet une analyse pertinente même en cas d'événement de marché majeur. Plus précisément, un événement de marché majeur qui surviendrait au début de l'étude pilote nous empêcherait d'attribuer les changements observés à l'étude pilote. Une introduction par étapes réduit considérablement ce risque, car la probabilité qu'un tel événement se produise aux deux dates d'introduction est plus faible que s'il n'y avait qu'une seule date d'introduction.</p>
---	--	--

<p><b>Plusieurs marchés canadiens offrent des programmes établis qui récompensent les teneurs de marché par des rabais bonifiés en contrepartie de l'obligation de fournir de la liquidité. D'une part, de tels programmes peuvent avoir un effet positif sur la liquidité. D'autre part, l'un des principaux objectifs de l'étude pilote consiste à déterminer si les rabais entraînent une intermédiation excessive. Selon vous, les bourses devraient-elles être autorisées à continuer d'offrir des rabais ou des mécanismes similaires à l'égard des programmes de tenue de marché pendant l'étude pilote? Estimez-vous qu'il conviendrait d'imposer des restrictions à l'égard de tels programmes pendant l'étude pilote?</b></p>	<p>Les intervenants ne s'entendent pas au sujet du fonctionnement des programmes de tenue de marché désignés et de liquidité dans le contexte d'une interdiction des rabais. Les commentaires vont de l'interdiction totale des incitatifs au quasi-statu quo en la matière. Plusieurs intervenants soulignent la nature variable des incitatifs liés à la fourniture de liquidité, à savoir a) des rabais accordés à tous les négociateurs, b) des rabais complémentaires pour certains types de négociateurs, c) des incitatifs de performance mensuels non rattachés à des rabais. Un certain nombre d'intervenants soulignent que le fait de ne pas modifier les incitatifs des teneurs de marché ou de ne pas prévoir d'exceptions aux programmes incitatifs à leur intention pourrait entraîner des distorsions. On souligne par ailleurs que les mesures incitatives conçues pour s'appliquer uniquement aux titres traités pourraient créer des distorsions. Certains intervenants indiquent que la fourniture de liquidité implique une prise de risques onéreuse et devrait être rémunérée en conséquence.</p>	<p>Nous sommes conscients des coûts et des risques qui sont associés à la fourniture de liquidité et croyons que les teneurs de marché jouent un rôle important dans le maintien d'un marché ordonné. Toutefois, nous craignons que certains types d'incitatifs ne faussent l'étude pilote par inadvertance et n'introduisent un biais dans la collecte et l'analyse des données. Aussi, en ce qui a trait aux titres faisant partie du groupe sans rabais de l'étude pilote, les rabais des types a) et b) sont de toute évidence considérés comme ayant une incidence négative sur l'objectif de l'étude pilote.</p> <p>Pour le moment, nous sommes d'avis que les incitatifs de performance mensuels non rattachés à des rabais du type énoncé au point c) qui s'appliquent aux activités des teneurs de marché inscrits sont moins susceptibles d'influer directement sur l'acheminement des ordres.</p> <p>Les ACVM ont bien entendu l'intention d'aligner étroitement leur méthode sur celle adoptée par la SEC, énoncée aux pages 77 à 83 de la règle définitive de la SEC concernant son étude pilote sur les frais. Voir l'Avis 23-325 des ACVM, <i>Étude pilote concernant les rabais sur les frais de négociation</i>, pour obtenir plus de renseignements.</p>
<p><b>Les universitaires proposent de calculer l'incidence sur les cours en fonction d'horizons temporels de 1 et de 5 secondes. À votre avis, devraient-ils envisager d'autres horizons temporels? Dans l'affirmative, lesquels?</b></p>	<p>Aucun intervenant ne s'oppose aux horizons temporels proposés. Plusieurs font valoir que l'incidence sur les cours peut dépendre de la liquidité du titre et proposent des horizons temporels plus courts ou plus longs.</p>	<p>Pour calculer l'incidence sur les cours, les universitaires examineront un plus large éventail d'horizons temporels allant de cinq millisecondes à cinq minutes.</p>
<p><b>Les universitaires proposent de calculer les délais d'exécution des ordres à cours</b></p>	<p>La plupart des intervenants considèrent que le calcul des délais d'exécution des ordres à cours limité affichés à des cours correspondant au CBBO est suffisant, même si l'un</p>	<p>Les universitaires calculeront cet élément comme il a été proposé à l'origine. Pour fournir une vue d'ensemble plus complète, ils examineront</p>

<p><b>limité affichés à des cours égaux ou supérieurs au CBBO. À votre avis, devraient-ils envisager des cours différents? Dans l’affirmative, lesquels? Veuillez étayer votre réponse à l’aide de données et d’analyses, si elles sont disponibles, démontrant l’importance empirique des ordres affichés à d’autres cours.</b></p>	<p>d’eux estime que des cours supérieurs conviennent tout autant.</p> <p>Selon un intervenant, il pourrait être utile d’examiner les délais d’exécution des ordres à des cours correspondant au CBBO +ou - un ou deux niveaux de cours, en termes absolus ou relatifs, afin de recueillir de l’information sur l’incidence sur les ordres à cours limité hors CBBO, le cas échéant.</p> <p>Un intervenant indique que les délais d’exécution ne devraient être calculés que pour les ordres à un cours égal ou supérieur au CBBO à la saisie, ou après que le cours a fluctué et se situe alors au CBBO, étant donné que les ordres qui sont saisis hors CBBO peuvent reposer sur des intentions très différentes de celles des ordres dont le cours est égal ou supérieur au CBBO à la saisie.</p>	<p>également les ordres affichés par rapport à ceux du côté opposé du registre. Plus précisément, ils examineront les délais d’exécution d’ordres à cours limité qui améliorent les meilleurs cours proposés et réduisent par conséquent les écarts.</p>
<p><b>Les universitaires proposent un certain nombre de mesures de la qualité du marché. À votre avis, devraient-ils envisager d’autres mesures? Dans l’affirmative, veuillez les présenter et fournir des données et des analyses, si elles sont disponibles, qui en démontrent l’importance empirique.</b></p>	<p>En règle générale, les intervenants appuient les mesures proposées et certains recommandent d’en ajouter d’autres, dont celles qui suivent :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• l’examen des pratiques d’acheminement des ordres négociables;</li> <li>• la mesure du niveau et de l’ampleur de la fourniture ou de la participation à la liquidité, ou la diversification de la liquidité passive;</li> <li>• l’examen du placement d’ordres passifs et le coût de renonciation relatif aux ordres passifs non exécutés;</li> <li>• la mesure de l’écart investissable, à savoir le coût en dollars de la négociation d’un ordre standard;</li> <li>• l’examen de l’incidence de l’étude pilote sur différents types d’ordres;</li> <li>• le suivi de la fuite des ordres/opérations vers les marchés américains (tant sur le marché que sur les marchés de gré à gré);</li> <li>• le calcul des coûts de l’incidence sur l’ordre principal.</li> </ul>	<p>Les universitaires emploieront les mesures proposées à l’origine et examineront de plus les éléments suivants, à la suggestion des intervenants :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• les pratiques d’acheminement des ordres négociables;</li> <li>• le niveau et l’ampleur de la fourniture de liquidité et la diversification de la liquidité passive;</li> <li>• le coût de renonciation relatif aux ordres passifs non exécutés;</li> <li>• l’écart investissable;</li> <li>• l’incidence de l’étude pilote sur différents types d’ordres.</li> </ul> <p>Les universitaires contrôleront également les ordres négociables non exécutés. Ils signalent qu’ils ne pourront pas retracer l’origine de la fuite des ordres/opérations vers les États-Unis ou les frais de négociation des ordres principaux soumis par les clients en raison du peu de données disponibles, mais recourront à des méthodes classiques pour calculer le coût</p>

	<p>D'autres intervenants soulignent les lacunes des mesures proposées, estimant qu'il n'est pas clair comment les mesures de la qualité du marché proposées seront utilisées pour évaluer de quelle manière une interdiction des rabais répond aux préoccupations relevées dans l'avis de consultation de 2018. Un intervenant craint par conséquent que l'étude pilote ne fournisse pas les renseignements pertinents pouvant étayer les décisions réglementaires.</p>	<p>approximatif des ordres principaux, comme il est indiqué dans l'avis de consultation de 2018. Les universitaires font également savoir qu'ils accepteront volontiers toute donnée supplémentaire sur les ordres principaux que voudront leur transmettre les participants aux marchés.</p> <p>En raison de la complexité du marché et de l'imprévisibilité de la manière dont les participants réagiront à l'étude pilote, les universitaires ont fait savoir que les mesures ne mèneront pas à des déclarations prescriptives telles que « Si les écarts diminuent de X, les ACVM concluront que les rabais sont néfastes... » Comme il est indiqué ci-dessus, l'étude pilote est plutôt conçue pour fournir une compréhension approfondie du régime actuel de rabais et de son incidence sur la qualité du marché.</p>
<p><b>En ce qui concerne l'inclusion des PNB, les universitaires posent aux participants au marché les questions suivantes : compte tenu des défis que pose l'appariement des PNB, croyez-vous qu'il serait possible d'atteindre les objectifs de l'étude pilote sans inclure les PNB dans l'échantillon? Si vous estimez que l'inclusion des PNB est importante, êtes-vous en mesure de proposer une façon de créer un échantillon apparié répondant aux préoccupations?</b></p>	<p>Les réponses à cette question sont partagées. Bon nombre d'intervenants soulignent les différences inhérentes entre les PNB et les titres de sociétés, et sont d'accord avec les défis que pose l'inclusion des PNB qui sont évoqués dans l'avis de consultation de 2018. Certains intervenants donnent des suggestions ou des éléments à considérer relativement au choix de PNB et à l'affectation au groupe de traitement et au groupe témoin.</p> <p>Chez les intervenants qui sont en faveur de l'inclusion des PNB, l'opinion dominante est qu'il serait difficile de tirer des conclusions pertinentes au sujet de l'incidence de l'interdiction des rabais à l'égard des PNB à partir de l'observation des effets de l'étude pilote sur d'autres titres, et que l'exclusion des PNB de l'étude pilote obligerait les ACVM à extrapoler les résultats obtenus pour d'autres titres, ce qui rendrait difficile l'élaboration de toute mesure réglementaire future. D'autres intervenants font remarquer que les PNB devraient être inclus pour que l'étude pilote corresponde à la structure de l'étude pilote de la SEC sur</p>	<p>Les ACVM reconnaissent que la structure du marché des PNB présente des différences intrinsèques subtiles, comme celles relatives aux ententes contractuelles de fourniture de liquidité et à la clientèle des PNB. Étant donné que tant des intermédiaires électroniques que des investisseurs individuels participent à la négociation des PNB, les ACVM estiment que ces instruments devraient être inclus dans l'étude pilote.</p> <p>Le choix des PNB à inclure dans l'échantillon se fera selon une procédure semblable à celle concernant les titres de capitaux propres ordinaires qui est décrite dans l'avis de consultation de 2018. Pour répondre aux préoccupations des intervenants et éviter d'influencer les préférences des investisseurs pour des PNB similaires, les universitaires utiliseront l'indice sous-jacent comme l'un des critères d'affectation des PNB au groupe de</p>



	<p>les frais.</p> <p>La plupart des intervenants qui sont contre l'inclusion des PNB relèvent la difficulté que pose un choix équitable de paires appariées et le risque que soient créés des « gagnants » et des « perdants » parmi les PNB substituables du groupe de traitement et du groupe témoin. Certains intervenants font valoir que la fourniture de liquidité pour les PNB ne dépend pas largement des rabais et que l'examen des PNB pourrait ne pas donner de résultats utiles.</p> <p>Selon un certain nombre d'intervenants, les objectifs de l'étude pilote pourraient être atteints sans que l'on inclue les PNB, notamment parce que les pratiques en matière d'acheminement des ordres pour les PNB correspondront à celles applicables à d'autres titres.</p>	<p>traitement ou au groupe témoin. Cette méthode, qui évitera de « choisir des gagnants et des perdants » parmi des produits similaires, est exposée en détail dans le rapport de conception final.</p>
--	---	---

## APPENDICE 1

### ACTIVITÉS DE SENSIBILISATION À L'ÉTUDE PILOTE MENÉES À CE JOUR

Date	Activité	Participants
19 juin 2018	Entretiens avec des représentants du Groupe TMX	Groupe TMX
12 septembre 2018	Les universitaires spécialisés dans les marchés financiers discutent de l'« Étude pilote des Autorités canadiennes en valeurs mobilières concernant les rabais sur les frais de négociation »	Grand public
Septembre-octobre 2018	Les universitaires consultent des représentants du secteur de façon ponctuelle	Secteur Canadian Securities Traders Association
15 octobre 2018	Comité consultatif de la structure des marchés de la CVMO (CCSM)	CCSM
9 novembre 2018	Conférence d'automne 2018 – Buy-side Investment Management Association (BIMA)	Investisseurs institutionnels
12 novembre 2018	Comité consultatif sur les valeurs mobilières de la CVMO (CCVM)	CCVM
15 novembre 2018	Entretiens avec des représentants du Nasdaq	Nasdaq
18 décembre 2018	Rapport de conception, projet de modèle de décision et avis des ACVM publié pour une période de consultation de 45 jours	Grand public
10 janvier 2019	Occasion offerte aux participants du CCSM de poser des questions préliminaires et de fournir des commentaires préliminaires sur l'étude pilote	CCSM
17 janvier 2019	Publication d'un avis selon lequel la période de consultation est prolongée jusqu'au 1 <sup>er</sup> mars 2019 (pour une période de consultation d'un peu moins de 75 jours)	Grand public
8 mai 2019	Allocution de la directrice de la réglementation des marchés de la CVMO au 16 <sup>e</sup> congrès annuel de la TSX sur la négociation des titres de capitaux propres, suivie d'une période de questions	Secteur