

Avis de consultation

Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation

Le 15 mai 2014

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation des projets de modifications du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **Règlement 23-101**) et de son instruction générale (l'**Instruction générale 23-101**) ainsi qu'un projet de méthode d'examen des droits relatifs aux données (les **projets de modifications**).

Le texte des projets de modifications est publié avec le présent avis ainsi que sur les sites Web des membres des ACVM, dont les suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.fcnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

Nous avons élaboré les projets de modifications en étroite collaboration avec le personnel de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), que nous remercions d'avoir partagé ses connaissances et son expertise. L'OCRCVM publiera des modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) pour y transposer les projets de modifications.

Contexte

Les projets de modifications se rapportent principalement au régime de protection des ordres (RPO), aussi appelé régime de protection contre les transactions hors cours¹ (les **modifications du RPO**). En vertu du RPO, tous les ordres dotés du meilleur cours doivent être exécutés avant les ordres dotés d'un cours inférieur indépendamment du marché sur lequel ils sont saisis.

Objet

Les projets de modifications visent à corriger certains coûts et inefficiences résultant du RPO actuel en apportant des modifications sur les principaux points suivants :

¹ Il y a « transaction hors cours » lorsqu'un ordre est exécuté à un cours inférieur à la meilleure offre d'achat ou de vente affichée.

- l'application du RPO;
- les politiques en matière de meilleure exécution et la communication d'information;
- les frais de négociation.

Résumé des projets de modifications

En vertu des modifications du RPO, les ordres seraient protégés s'ils sont affichés sur un marché qui remplit certains critères, en conséquence de quoi les ordres affichés sur certains marchés ne seraient pas protégés par ce régime. Dans le présent avis, nous proposons ou envisageons aussi des plafonds pour certains frais de négociation et droits relatifs aux données. Enfin, nous faisons le point sur les mesures proposées relativement aux paiements de rabais par les marchés à leurs membres ou abonnés en vertu du barème de frais « teneur-preneur ».

Plus précisément, les modifications proposées au Règlement 23-101 :

- modifient la définition des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée » pour inclure les ordres affichés sur les marchés qui atteignent ou dépassent un seuil de part de marché ou les ordres affichés portant sur les titres cotés négociés sur des bourses reconnues qui n'atteignent pas le seuil;
- ajoutent un article 4.4 au Règlement 23-101 pour obliger les courtiers à communiquer leurs politiques en matière de meilleure exécution;
- modifient l'article 6.5 du Règlement 23-101 pour tenir compte des projets de modifications de la définition des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée » et fournir des éclaircissements sur la portée de l'interdiction de figer ou de croiser le marché;
- ajoutent un article 6.6.1 au Règlement 23-101 pour plafonner les frais de négociation.

Par ailleurs, l'Annexe A fait état d'autres aspects de notre projet dont la mise en œuvre ne nécessite pas de modifier le Règlement 23-101. Ils visent à corriger certains coûts ou inefficiences liés directement ou indirectement au RPO ou à régler d'autres problèmes et questions évoqués dans le présent avis. Il s'agit de ce qui suit :

- la planification d'une étude pilote sur l'impact d'une interdiction de la pratique des marchés consistant à payer des rabais;
- une proposition de mettre en œuvre une méthode transparente d'établissement de la valeur relative des données de marché en temps réel lors de l'examen et de l'approbation, selon cette méthode, des droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés professionnels;
- une proposition d'obliger les marchés à faire approuver de nouveau chaque année les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés professionnels et à les justifier par rapport aux résultats obtenus en appliquant la méthode ci-dessus;

- l'opportunité d'autres interventions pour régler les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés non professionnels.

Points d'intérêt local

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières sont publiés. En Ontario, ils figurent à l'Annexe D du présent avis.

Pouvoir réglementaire

Dans les territoires où les projets de modifications doivent être pris sous forme de règlement, la législation en valeurs mobilières confère à l'autorité en valeurs mobilières le pouvoir réglementaire concernant leur objet.

Date limite

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 19 septembre 2014. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

Transmission des commentaires

Veillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority (Saskatchewan)
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers

800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514 864-6381
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
19th Floor, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416 593-2318
comments@osc.gov.on.ca

Les commentaires reçus seront publiés.

Il est à noter que nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Il est donc possible que certains renseignements personnels des intervenants, tels que leur adresse résidentielle, professionnelle ou électronique, figure sur les sites Web. Il importe que les intervenants précisent en quel nom ils présentent leur mémoire.

Tous les commentaires reçus seront affichés sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.gov.on.ca.

Questions

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

Serge Boisvert Conseiller en réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers 514 395-0337, poste 4358	Roland Geiling Analyste en dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers 514 395-0337, poste 4323
Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-8167	Kent Bailey Trading Specialist, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 595-8908
Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de	Paul Redman Principal Economist, Strategy & Operations

l'Ontario 416 593-8082	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-2396
Michael Brady Senior Legal Counsel British Columbia Securities Commission 604 899-6561	Meg Tassie Senior Advisor British Columbia Securities Commission 604 899-6819
Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission 403 297-4281	

ANNEXE A

CONTEXTE ET DESCRIPTION DES PROJETS DE MODIFICATIONS

I. CONTEXTE

A. Principes ayant présidé à l'élaboration du cadre réglementaire actuel

En 2001, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont instauré un régime permettant la concurrence entre les bourses traditionnelles et les autres marchés, tout en veillant à ce que la négociation soit équitable et transparente. Ce régime reposait sur la mise en œuvre du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le **Règlement 21-101**) et du Règlement 23-101 (ensemble, les **règlements sur les marchés**). À l'époque, les objectifs réglementaires étaient de donner davantage de choix aux investisseurs, d'améliorer la formation des cours, de réduire les coûts d'exécution et d'améliorer l'intégrité du marché².

Certaines caractéristiques considérées comme essentielles à l'efficacité du marché sous-tendaient ces objectifs. Décrites dans un rapport publié par la Bourse de Toronto (TSX) en 1997, *Report of the Special Committee on Market Fragmentation: Responding to the Challenge*, puis dans un rapport de 2006 intitulé *Ideal Attributes of a Marketplace*³, elles peuvent être résumées comme suit :

<i>Liquidité</i>	La liquidité peut être définie comme la capacité du marché à absorber les ordres d'achat et de vente des clients sur le titre donné au dernier cours vendeur ou à un cours s'y rapprochant. Plus les ordres et les actions disponibles à un cours donné sont nombreux, plus le marché est liquide. Certaines caractéristiques propres à la liquidité sont la profondeur et l'ampleur du marché ainsi que la résilience ⁴ .
<i>Immédiateté</i>	L'immédiateté s'entend de la vitesse à laquelle un ordre peut être comblé. Elle est étroitement liée à la liquidité du marché, parce que l'augmentation de la liquidité devrait se traduire par une réduction du délai d'exécution des opérations.

² Voir l'*Avis de publication de la Norme canadienne 21-101, Le fonctionnement du marché, de l'Instruction complémentaire 21-101 et des Annexes 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4, 21-101A5 et 21-101A6 et de la Norme canadienne 23-101, Les règles de négociation et de l'Instruction complémentaire 23-101*, publié dans le supplément au Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec du 31 août 2001, Vol. XXXII n° 35.

³ Eric Kirzner, *Ideal Attributes of a Marketplace*, 22 juin 2006, dans Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Le Canada s'engage*, Volume 4 – *Maintaining a Competitive Capital Market in Canada*.

⁴ La profondeur du marché s'entend du nombre d'ordres à des cours différents qui sont inscrits dans le registre. L'ampleur du marché s'entend du nombre d'actions que les investisseurs veulent acheter ou vendre à un cours donné et de la capacité d'absorption d'un ordre entrant volumineux. La résilience est la capacité du marché à attirer des ordres de sens inverse assez rapidement en cas de déséquilibre entre les ordres d'achat et les ordres de vente.

- Transparence* La transparence renvoie à la mesure dans laquelle l'information concernant les ordres et les opérations est diffusée en temps réel au public⁵.
- Formation des cours* La formation des cours s'entend du processus au cours duquel est établi le prix d'exécution d'une opération. L'établissement de la juste valeur de marché d'un titre repose sur deux sources : l'offre et la demande, qui indiquent la volonté d'un participant d'effectuer une opération sur le titre à un cours donné, et l'information sur les opérations qui ont réellement été effectuées.
- Si l'information concernant les prix n'est pas transparente pour les participants ou si cette information est inégale ou incomplète, les participants ne peuvent pas prendre des décisions éclairées. En outre, l'incapacité des participants d'accéder aux marchés où un titre est négocié pourrait les dissuader d'effectuer des opérations sur le titre, et pourrait réduire l'efficacité du processus de formation des cours.
- Équité* L'équité s'entend à la fois de l'impression et du fait que tous les participants sont assujettis aux mêmes règles et conditions et que personne ni aucun groupe n'est indûment avantagé ou désavantagé. L'« équité » d'un marché peut se rapporter à l'équité de l'accès à un marché donné ou au marché dans son ensemble, à l'équité de l'accès à l'information sur les opérations ou à l'équité du traitement des ordres.
- Intégrité du marché* L'intégrité du marché s'entend du degré de confiance envers le marché dans son ensemble ou un marché en particulier. La confiance est étroitement liée à l'impression que les investisseurs ont de l'équité du marché et à l'efficacité de l'encadrement réglementaire.
- Coûts d'opérations* Les coûts d'opérations représentent le coût de mise en œuvre de la stratégie de placement de l'investisseur. Ils sont importants pour les investisseurs parce qu'ils réduisent directement le rendement net des investissements. Pour les investisseurs et les courtiers, ils constituent un facteur déterminant du choix du marché où exécuter les opérations. Il est possible de les ventiler notamment en courtages, marge du courtier, frais d'opération et coûts d'impact sur le marché. De faibles coûts d'opérations sont caractéristiques d'un marché efficace et efficient.

⁵ Au Canada, la transparence avant les opérations de l'information sur les ordres est exigée lorsqu'un marché affiche des ordres sur des titres cotés. Elle concerne toute l'information pertinente, dont le volume, le symbole, le cours et l'heure. Les marchés sont en tout temps assujettis aux règles relatives à la transparence après les opérations. L'information concernant les ordres et les opérations doit être fournie à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information. À l'heure actuelle au Canada, TSX Inc. est l'agence de traitement de l'information pour les valeurs mobilières inscrites en bourse autres que les options.

Nous avons tenu compte de ces caractéristiques tout au long de l'élaboration des règlements sur les marchés et d'autres projets relatifs à la structure du marché, notamment les révisions subséquentes des obligations de meilleure exécution et la mise en œuvre du RPO ainsi que du cadre réglementaire de la liquidité invisible⁶. Malgré certaines tensions inhérentes entre ces caractéristiques, nous avons tenté, dans la mesure du possible, de les équilibrer.

À notre avis, toute modification réglementaire nécessite de tenir compte de ces caractéristiques d'un marché efficace et efficient dans le contexte de notre mandat collectif de protection des investisseurs et de soutien de l'équité et de l'efficience des marchés des capitaux. En outre, il nous faut tenir compte de la concurrence et de l'innovation, étant donné le rôle important qu'elles jouent en matière d'équité et d'efficience de nos marchés.

B. Historique du RPO et principes sous-jacents

Le Canada a établi depuis un certain temps une protection contre les transactions hors cours sur les titres cotés, bien que la portée de son application et les principes qui le sous-tendent aient évolué au fil du temps. Les obligations relatives au meilleurs cours qui étaient imposées à cet égard par la Bourse de Montréal et la TSX⁷ à l'époque où la négociation se déroulait sur les deux ont été reprises dans la première mouture des obligations de meilleure exécution prévues par le Règlement 23-101⁸ et dans l'ancienne Règle 5.2 des RUIIM, *Meilleur cours*.

La restructuration des bourses canadiennes en 1999 a donné naissance à un environnement dans lequel les titres cotés n'étaient plus négociés que sur leur lieu d'inscription à la cote, de sorte que la protection contre les transactions hors cours intermarchés avait perdu sa raison d'être. En prévision du retour à un contexte de multiplicité des marchés, Services de réglementation du marché inc. (désormais l'OCRCVM) et les ACVM ont publié une série de documents et de propositions dans le cadre d'un examen approfondi de l'évolution du marché (principalement l'émergence d'un contexte de multiplicité des marchés) et du cadre réglementaire applicable à l'époque. Cette démarche consistait notamment à élaborer et à formaliser les obligations en matière de transactions hors cours qui ont été intégrées dans le RPO⁹.

⁶ Ces caractéristiques ont notamment été évoquées dans le document d'information intitulé *Réglementation des systèmes de négociation alternatifs au Canada*, publié dans le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec du 27 août 1999, Vol. XXX n° 34, et dans le *Document de consultation conjoint 23-404 des ACVM et de l'OCRCVM, Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada*, publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 2 octobre 2009, Vol. 6 n° 39, p. 212.

⁷ À la suite de la restructuration des bourses canadiennes en 1999, la TSX est devenue le marché des titres de capitaux propres des sociétés à forte capitalisation, la Bourse de croissance TSX celui des titres des émetteurs émergents, et la Bourse de Montréal celui des dérivés standardisés.

⁸ Des obligations en matière de meilleur cours ont été intégrées aux obligations de meilleure exécution prévues par la première version des règlements sur les marchés. Ces obligations ont été modifiées et les obligations de meilleure exécution retirées lors de la mise en œuvre de modifications du Règlement 23-101 en septembre 2008.

⁹ Les ACVM ont entamé leur examen du RPO ou de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours en publiant le *Document de discussion 23-403, Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours* le 22 juillet 2005 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2 n° 29 (suppl.). En collaboration avec Services de réglementation du marché inc., elles y traitaient de l'évolution de la structure et de la réglementation du marché aux États-Unis et en Europe dans le contexte de la meilleure exécution et de la protection des ordres. Cette démarche a conduit à des propositions de formalisation du RPO qui ont été publiées pour consultation le 20 avril 2007 dans l'*Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc. sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours*, la

En l'absence d'une forme de protection contre les transactions hors cours dans un contexte de concurrence entre marchés pour la négociation des mêmes titres¹⁰, on craignait que les investisseurs, notamment les investisseurs individuels, jugent les règles du jeu inéquitables si leurs ordres n'étaient pas exécutés bien qu'ils affichent le meilleur cours. Il aurait pu en résulter une perte de confiance dans l'équité et l'intégrité du marché, le retrait des investisseurs ou de la liquidité et une baisse de l'efficacité du processus de formation des cours et des marchés en général. Les détracteurs du RPO craignaient toutefois une augmentation des coûts et un manque d'innovation et de concurrence au Canada.

Le RPO a été finalisé en novembre 2009 et mis en œuvre en février 2011¹¹. Il impose l'obligation de protection non plus seulement aux courtiers, mais à l'ensemble des marchés. Cependant, il donne également aux participants au marché (principalement les courtiers) la possibilité d'assumer les obligations qu'il prévoit.

L'avis de publication indique que le RPO « est la garantie que tous les ordres à cours limité immédiatement accessibles, visibles et ayant un meilleur cours sont exécutés avant les ordres à cours limité ayant un cours inférieur, et que les ordres ne sont pas contournés ». Il confirme qu'il s'agit d'une obligation envers l'ensemble du marché à laquelle il n'est pas possible de déroger. Les ACVM ont fait remarquer que le RPO vise à donner confiance à tous les types d'investisseurs de façon à ce qu'ils contribuent à la formation des cours en affichant des ordres à cours limité visibles.

En finalisant le RPO, les ACVM ont pris acte de la nécessité de promouvoir l'efficacité des services de négociation par la concurrence entre les marchés, tout en assurant l'équité et l'intégrité grâce à l'efficacité de l'établissement des cours et de la négociation des titres cotés sur plusieurs marchés.

C. Obligations pertinentes et indications

Sous le régime du RPO actuel, il y a transaction hors cours lorsqu'un ordre est exécuté à un cours inférieur à une offre d'achat affichée ou supérieur à une offre de vente affichée (ces offres étant considérées comme des « ordres protégés » en vertu du régime).

Les transactions hors cours ne sont pas interdites en tant que telles, car, dans son libellé, le RPO ne porte que sur des obligations en matière de politiques et de procédures. Les obligations incombent tout d'abord aux marchés, qui sont tenus d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours¹². Toutefois, les participants au marché peuvent

meilleure exécution et l'accès aux marchés, paru dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 4 n° 16, p. 297. Une proposition modifiée a été publiée le 17 octobre 2008 dans l'*Avis de consultation, Projet de Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, Projet de Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, paru dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 5 n° 41, p. 216.

¹⁰ Fin 2007, trois marchés visibles négociaient les titres cotés sur la TSX (TSX, Pure et Omega).

¹¹ *Avis de publication, Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, publié le 13 novembre 2009 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 6 n° 45, p. 342.

¹² Les obligations ont été imposées d'abord et avant tout aux marchés en raison des avantages potentiels que cela présente, notamment en réduisant la nécessité d'établir des liens entre les courtiers et chaque marché (ce qui coûte moins chers aux courtiers), en facilitant la surveillance et l'application de la loi et en améliorant les résultats grâce à une démarche cohérente.

assumer ces obligations en recourant aux ordres à traitement imposé, et ils le font dans bien des cas. Le régime prévoit également des exceptions pour certains types de transactions hors cours¹³.

Le participant au marché qui choisit de se plier aux obligations prévues par le RPO en recourant à un ordre à traitement imposé doit d'abord établir, maintenir et faire respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours, avec les mêmes exceptions que ci-dessus.

Qu'un marché ou qu'un participant au marché se charge de respecter le RPO, les obligations s'appliquent à la pleine profondeur du registre, de la même façon que dans le cas des obligations antérieures d'exécution au meilleur cours. La majorité des intervenants qui ont commenté le document de discussion publié en 2005 et les propositions formelles de RPO qui en ont découlé étaient en faveur de l'application à la pleine profondeur¹⁴. En maintenant cette norme de protection, les ACVM ont confirmé qu'elle permet d'atteindre plus efficacement l'objectif réglementaire de soutien de la confiance des investisseurs dans l'équité et l'intégrité du marché. Il est important que les investisseurs, y compris les investisseurs individuels, sachent que tout ordre saisi sur un marché sera exécuté avant un ordre ayant un cours inférieur. Le remplacement de la norme en vigueur au Canada (notamment par la protection à la tête du registre) pourrait être perçu comme un affaiblissement de la protection des investisseurs.

II. EXAMEN DU RPO

Depuis 2007, le marché canadien est devenu un environnement concurrentiel pour les marchés des titres de capitaux propres. Il comporte plusieurs marchés visibles sur lesquels sont négociés des titres cotés sur la TSX, la Bourse de croissance TSX ou la CSE¹⁵. Cette concurrence a fragmenté le flux d'ordres entre plusieurs mécanismes de négociation, tout en ouvrant le choix, car les marchés ont introduit différents barèmes de frais, des technologies innovantes ou capables d'accélérer le traitement ainsi que de nouveaux types d'ordres.

Cette évolution a donné aux ACVM l'occasion d'évaluer les résultats de la mise en application du RPO dans le contexte de multiplicité des marchés pour lequel il est conçu. L'évaluation a porté sur les avantages que nous souhaitons obtenir ainsi que les coûts et les conséquences imprévues. Les participants au marché ont dit craindre que les coûts de la conformité au RPO ne l'emportent sur ses avantages. Nous avons

¹³ Les exceptions concernent les transactions hors cours résultant des problèmes rencontrés par les systèmes d'un autre marché, de situations comme les cotations oscillantes ou des cas de participants au marché qui décident d'assumer la responsabilité d'empêcher les transactions hors cours en utilisant l'identificateur d'ordre à traitement imposé.

¹⁴ Un comité de mise en œuvre a également été mis sur pied lors de la publication des projets de modifications en octobre 2008. Son mandat consistait notamment à étudier la question de savoir s'il fallait appliquer le RPO à la tête du registre, à la pleine profondeur ou à un autre niveau (par exemple, à cinq cours). Les avis des membres du comité étaient partagés. Bien qu'ils s'entendaient pour dire que la protection à la pleine profondeur du registre était plus complète et compatible sur le plan théorique avec les objectifs des ACVM en matière de politique, il n'y avait aucun consensus sur la question de savoir si cette protection supplémentaire suffisait à justifier les coûts supplémentaires. Les ACVM ont demandé au comité d'approfondir ce point et, en définitive, le RPO a été appliqué à la pleine profondeur.

¹⁵ Qui plus est, il existe actuellement quatre marchés opaques (dont IntraSpread, un mécanisme d'Alpha Exchange) sur lesquels ces titres se négocient.

remarqué que ces craintes augmentent avec l'introduction de chaque nouveau marché visible dont les ordres affichés sont protégés par le régime. Compte tenu de notre évaluation et des craintes des participants, nous nous sommes attachés, dans le cadre de notre examen, à soulever les avantages du RPO, soit :

- les gains d'efficacité résultant de la consolidation virtuelle de l'accès à des marchés fragmentés;
- l'impression renforcée, chez les investisseurs, que les règles du jeu sont équitables parce que leurs ordres visibles dotés d'un meilleur cours sont exécutés avant les ordres dotés d'un cours inférieur;
- l'effet bénéfique sur la concurrence (et son incidence);

ainsi que ses coûts, notamment les inefficiences qui pourraient découler de ce qui suit :

- les participants au marché devenant des consommateurs captifs des services des marchés pour se conformer au RPO;
- les consommateurs captifs générant des revenus pour les marchés et soutenant un niveau de concurrence insoutenable par ailleurs;
- cette concurrence insoutenable entraînant des complications, des inefficiences et des coûts excessifs pour la négociation des titres de capitaux propres.

Dans le cadre de notre examen, nous avons interrogé environ 35 participants au marché de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de l'Ontario et du Québec représentant tout un éventail de courtiers, d'investisseurs, de marchés et de fournisseurs de services. Nos entrevues avaient pour objectif de nous aider à mieux comprendre les effets du RPO pour ce qui est de ses avantages et de ses coûts. Le personnel de la CVM a également fait appel à son comité consultatif sur les structures de marché, qui se compose de représentants des mêmes types de sociétés. L'OCRCVM a aussi analysé certaines données pour mieux comprendre le fonctionnement du RPO dans un contexte de multiplicité des marchés. Enfin, nous avons eu l'occasion d'étudier les commentaires sur un dépôt préalable d'Aequitas Innovations Inc. Les propositions qui y étaient exposées remettaient en question certains principes fondamentaux du cadre réglementaire actuel (notamment ceux qui sous-tendent le RPO), et nombre d'intervenants en ont profité pour exprimer leur opinion sur les avantages et les coûts du RPO. Les résultats de notre examen sont indiqués ci-après.

A. Examen des avantages du RPO

1. Impact du RPO sur la confiance dans l'équité et l'intégrité du marché

Comme nous l'avons vu, le principal objectif du RPO est de renforcer la confiance dans l'équité et l'intégrité du marché pour soutenir la liquidité ainsi que l'efficacité du processus de formation des cours. De manière générale, les parties que nous avons interrogées étaient d'accord pour dire que le RPO aide à atteindre ces objectifs parce qu'il confère de la certitude au résultat des opérations : les ordres affichés dotés du

meilleur cours devraient généralement être exécutés avant les ordres dotés d'un cours inférieur¹⁶. Dans la mesure où le principal objectif de l'investisseur est d'obtenir le meilleur cours pour ses ordres négociables, les intervenants ont également fait valoir que le RPO offre un mécanisme garantissant que le courtier respecte les intérêts du client dans le processus d'exécution des ordres.

Toutefois, plusieurs intervenants étaient d'avis que de nombreux investisseurs, et notamment les investisseurs individuels, ne connaissent probablement pas le RPO et ses conséquences sur leurs ordres, de sorte qu'il peut être difficile de mesurer son effet sur la confiance des investisseurs. En outre, son effet sur la confiance, la liquidité et la formation des cours serait d'autant plus difficile à mesurer que le cadre réglementaire canadien prévoyait déjà une forme de protection contre les transactions hors cours. Le véritable impact du régime ne pourrait se manifester clairement que s'il était relâché, voire aboli. De façon plus générale, les intervenants notent que les effets conjugués, sur les impressions des investisseurs, des conditions macroéconomiques, de divers incidents techniques hautement médiatisés survenus sur les marchés étrangers et de la négociation à haute fréquence pourraient également empêcher d'isoler l'impact du RPO sur l'équité et l'intégrité des marchés.

Les intervenants se questionnent également sur l'avantage de protéger les ordres à cours limité affichés sur d'autres marchés que le marché dominant pour la négociation (soit, généralement, le marché d'inscription). Ils doutent aussi que le RPO ait l'effet escompté si les ordres sont passés sur les autres marchés par les parties les moins susceptibles de perdre confiance dans l'équité et l'intégrité des marchés en l'absence du régime, comme les négociateurs professionnels. Pour approfondir cette question, nous avons examiné les données sur les opérations de chaque marché visible et regroupé les participants en fonction de certains facteurs caractéristiques des négociateurs individuels, institutionnels et professionnels. L'objectif était d'examiner les ratios d'ordres actifs/passifs¹⁷ de chaque groupe et d'évaluer si leurs ordres à cours limité bénéficiaient de la protection sur chaque place de négociation visible¹⁸. Il ressort de cette analyse que la grande majorité des clients individuels et institutionnels affichent leur flux d'ordres sur les marchés d'inscription (par exemple, la TSX ou la Bourse de croissance TSX) et un pourcentage beaucoup plus faible sur d'autres marchés. La plus grande partie du flux d'ordres restant qui est affiché sur d'autres marchés semble émaner de négociateurs professionnels. Ces conclusions sont corroborées par les témoignages anecdotiques que nous avons recueillis auprès de courtiers lors de nos entrevues en ce qui concerne la passation des ordres passifs de leurs clients

¹⁶ Sauf dans les types de scénarios où les transactions hors cours sont autorisées conformément à l'article 6.2 et au sous-paragraphe a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du Règlement 23-101 actuel.

¹⁷ Ces ratios s'entendent du calcul comparatif des ordres qui apportent de la liquidité (les ordres passifs) et de ceux qui en retirent (les ordres actifs).

¹⁸ Les identifiants des négociateurs ont été regroupés en fonction de leur utilisation 1) de la désignation « application intentionnelle » (caractéristique des ordres des clients institutionnels); 2) des ordres « SDL » sur Alpha IntraSpread (limités aux ordres de clients qui répondent à la définition de « client de détail » selon les Règles des courtiers membres de l'OCRCVM); 3) des ordres pour affichage seulement (surtout utilisés par les négociateurs professionnels exécutant une stratégie de tenue de marché qui repose sur la passation d'ordres passifs); 4) de la désignation « dispensé de la mention à découvert » (pour les opérations exécutées par des professionnels dans des comptes d'arbitrage, des comptes de tenue de marché formels, des comptes de tenue de marché informels ou de négociation à haute vitesse et des comptes de facilitation de courtiers).

individuels et institutionnels. Certains résultats de notre analyse figurent dans l'Appendice A-1.

2. Autres avantages reconnus du RPO

Il ressort de nos observations de l'évolution du contexte de multiplicité des marchés et des commentaires recueillis lors de nos entrevues que le RPO a aussi augmenté l'efficacité de la négociation en raison des investissements que les marchés, les courtiers et les fournisseurs de services ont effectués dans leurs systèmes pour gérer de multiples ordres sur plusieurs places. Les intervenants ont également suggéré que le RPO et les obligations existantes de transparence avant les opérations ont modéré l'impact de la fragmentation de la liquidité grâce à la consolidation virtuelle des registres d'ordres à cours limité de chaque marché visible par divers participants au marché et fournisseurs de services. Enfin, les participants ont généralement formulé des commentaires positifs sur l'effet bénéfique que le RPO et les obligations d'exécution au meilleur cours prévues auparavant par les RUM ont eu sur la concurrence, à une époque où presque toutes les opérations étaient effectuées sur les marchés d'inscription (c'est-à-dire avant 2008). Bien que de nombreux intervenants aient indiqué que la concurrence a exercé une pression à la baisse sur certains frais, la plupart étaient préoccupés par la hausse des coûts généraux occasionnée par le RPO ou l'évolution vers un contexte de multiplicité des marchés.

B. Examen des coûts et des conséquences imprévues du RPO

Comme nous l'avons vu, le RPO prévoit l'exécution prioritaire de tous les ordres affichés dotés d'un meilleur cours, sans égard au marché où ils sont affichés (sous réserve des exceptions susmentionnées). Pour les participants qui choisissent de remplir les obligations prévues par le régime et de contrôler leur flux d'ordres par des ordres à traitement imposé, il en résulte qu'ils doivent se procurer (directement ou non) les données de marché de tous les marchés visibles et un accès à tous ces marchés. Des participants au marché ont affirmé que cette situation les a rendus captifs de certains services des marchés et que cela a des répercussions notables sur les coûts. Ils ont également soutenu que le RPO cause certaines inefficiences sur les marchés ou y contribue, parce que les clients sont captifs ou pour d'autres raisons. Nous examinons chacun de ces points en détail ci-après.

1. Répercussions de la « captivité » des clients sur les coûts

Les participants nous font part depuis quelque temps déjà de leurs préoccupations à l'égard de l'augmentation des coûts et des inefficiences sur les marchés qui sont causées par le problème de la captivité des clients. Cette situation s'est aggravée ces dernières années parce que les marchés existants continuent de développer leurs services et d'introduire des frais pour les services nouveaux ou existants, et que de nouveaux marchés entrent en activité.

Il ressort de nos entrevues et de nos consultations que les coûts directs et indirects les plus

couramment liés au RPO et à la captivité des clients tombent dans les quatre catégories suivantes : les frais des marchés, les coûts et les risques liés aux systèmes, les inefficiences de la négociation et les autres répercussions sur l'exploitation (par exemple, la responsabilité des marchés et le fardeau de la conformité).

i) Les frais des marchés

Nos entrevues ont révélé que le problème de la captivité des clients pèse sur un certain nombre de frais pratiqués par les marchés, particulièrement les frais de négociation, les droits relatifs aux données de marché et les frais d'adhésion ou d'abonnement. L'importance de ces frais par rapport à l'impact du coût total varie selon les courtiers interrogés. Certains estiment que les frais de négociation et les droits relatifs aux données sont les plus touchés et qu'il y a peu de choix pour les payer. D'autres jugent que les frais d'adhésion et d'abonnement constituent aussi des coûts significatifs. Nous signalons que certaines préoccupations relatives aux frais des marchés ne résultent pas directement de la mise en œuvre du RPO. Nous en traitons sous d'autres rubriques, ci-après.

En ce qui concerne les frais de négociation, les participants s'inquiètent des répercussions du RPO sur les coûts qu'ils doivent supporter pour exécuter des flux d'ordres négociables, étant donné qu'il les oblige à négocier les ordres au meilleur cours affichés, sans égard aux frais facturés par les marchés qui les affichent.

Les principales préoccupations soulevées au sujet des droits relatifs aux données s'apparentent à celles relevées dans le *Document de consultation 21-401 du personnel des ACVM, Droits relatifs aux données de marché en temps réel*¹⁹ (le **document sur les droits relatifs aux données**) : les droits relatifs aux données sont généralement élevés; le coût des données a globalement augmenté dans des proportions significatives parce que davantage de marchés visibles facturent; les droits relatifs aux données ne sont peut-être pas soumis à une concurrence suffisante pour contrôler les niveaux facturés; et les participants qui doivent remplir les obligations réglementaires (surtout le RPO et les obligations de meilleure exécution) sont captifs des droits relatifs aux données de marché.

Certains courtiers se préoccupent des droits d'adhésion ou d'abonnement à des degrés divers, selon que leur modèle d'entreprise nécessite ou non un accès direct à chaque marché. Dans certaines situations, ils indiquent devoir acquitter des frais mensuels d'adhésion ou d'abonnement représentant plusieurs fois le montant total facturé pour l'exécution d'opérations sur le marché au cours du mois. Cependant, d'autres courtiers ont composé avec ces coûts en privilégiant une solution de rechange ou en concluant des arrangements de jiteny²⁰.

La dernière catégorie de frais des marchés concerne la connectivité (c'est-à-dire les connexions physiques que les marchés fournissent pour y accéder). Les courtiers qui

¹⁹ Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 8 novembre 2012, Vol. 9 n° 45, p. 276.

²⁰ L'exercice d'un certain choix par les courtiers en matière d'accès à la négociation est aussi évoqué dans les résultats du sondage de l'OCRCVM sur la meilleure exécution publiés récemment. Se reporter à la section 3.1 *Accès aux marchés* de l'Avis 14-0082 de l'OCRCVM, *Résultats du Sondage sur la meilleure exécution*, 28 mars 2014, http://www.ocrcvm.ca/Documents/2014/61ec2e27-7e15-4a42-9adc-5c7895d16c81_fr.pdf.

accèdent aux marchés au moyen de leurs propres connexions et non par l'intermédiaire d'un fournisseur de services s'en préoccupent.

Il nous semble que le problème de la captivité des clients préoccupe principalement les courtiers et les fournisseurs de services, qui sont directement touchés par les frais des marchés. Les investisseurs institutionnels que nous avons rencontrés font état d'un manque général de transparence pour ce qui est de l'impact des frais de négociation et des droits relatifs aux données sur les coûts d'opérations explicites, parce qu'ils paient généralement des commissions forfaitaires. Par conséquent, ils ne sont pas les mieux placés pour commenter les répercussions du RPO sur ces coûts. D'aucuns font toutefois remarquer que certains courtiers ont commencé à facturer directement les droits relatifs aux données, qui étaient auparavant intégrés à leurs commissions.

ii) Les coûts et les risques liés aux systèmes

Les coûts liés aux systèmes font aussi partie, pour nombre de courtiers, des coûts importants entraînés par la captivité des clients. Les principaux coûts signalés se rapportent à l'infrastructure technologique et aux ressources humaines nécessaires à la gestion du volume grandissant de données et de la complexité croissante qui accompagnent l'évolution du contexte de multiplicité des marchés. Les coûts liés aux systèmes découlent non seulement de l'infrastructure interne, mais aussi de l'infrastructure nécessaire pour faciliter la connectivité à un marché, qui se traduit par des coûts de connectivité distincts des frais de connectivité facturés par les marchés. Les intervenants reconnaissent également que nombre de ces coûts liés aux systèmes pourraient persister en l'absence de RPO : ils sont dans bien des cas un sous-produit du fait que de multiples marchés négocient les mêmes titres et de l'apparition de nouvelles méthodes de négociation. Cependant, certains représentants des courtiers et des fournisseurs de services expriment leur frustration de ne pas pouvoir mieux gérer la portée et le calendrier de leurs dépenses en matière de systèmes, compte tenu des répercussions du RPO sur l'attribution de leurs ressources technologiques. Ils nous en ont fait part lors de nos discussions sur l'impact des importants changements de systèmes effectués par les marchés existants, et sur les moyens financiers et les délais nécessaires pour se préparer au lancement de chaque nouveau marché visible. Ces coûts s'appliquent, que le marché ait démontré ou non aux clients qu'ils leur apportent de la valeur. Les intervenants notent que ces coûts comprennent non seulement le développement du matériel et des logiciels ainsi que la maintenance, mais aussi les coûts d'opportunité liés au report ou à l'abandon d'autres projets et améliorations technologiques.

Les risques liés à l'importance, au moment ou à la fréquence des changements dans les systèmes des marchés visibles préoccupent aussi les représentants des courtiers et des fournisseurs de services, qui estiment que ces changements peuvent faire courir des risques à leurs systèmes et qu'il leur faut suffisamment de temps pour effectuer des essais afin de garantir le bon fonctionnement continu des systèmes et des algorithmes. Nos discussions ne nous ont pas permis d'établir clairement si cette préoccupation est liée au délai de mise en œuvre actuellement accordé par les marchés ou à la nécessité de se plier au calendrier des changements des marchés, sans égard à quelque exigence ou pression interne que ce soit en matière de ressources technologiques.

Comme nous l'avons vu dans le cas des droits des marchés, ces questions de coûts liés au RPO n'ont été soulevées que par les représentants des courtiers et des fournisseurs de services. Les investisseurs institutionnels interrogés s'en remettent généralement à l'infrastructure des courtiers ou des fournisseurs de services.

iii) Les inefficiences de la négociation

On nous a également fait valoir qu'en matière de négociation, le RPO cause ou aggrave certaines inefficiences qui pourraient avoir diverses répercussions sur les courtiers et leurs clients. Il a notamment un impact sur la qualité de l'exécution, les coûts implicites et explicites des opérations et les coûts administratifs du traitement post-marché. Ces inefficiences surviennent parce que la conformité au RPO nécessite de négocier les ordres au meilleur cours affichés sur l'ensemble des marchés, ce qui peut nuire à la qualité de l'exécution, surtout lorsque la taille de l'ordre exige de négocier des ordres affichés à plusieurs cours²¹. Selon les intervenants, cette situation peut avoir pour effet d'alerter le marché, de créer une latence qui profite aux autres participants et d'entraîner des exécutions à un cours inférieur ou des ordres non exécutés pour les clients. On a également affirmé que, souvent, les coûts liés à cette forme d'acheminement ne sont pas suffisamment compensés par les avantages de viser les ordres de faible volume (par exemple, 100 actions) qui sont affichés sur chaque marché à un meilleur, voire au meilleur cours. Comme nous l'avons vu, d'autres participants ont soulevé la question de savoir si, dans ces circonstances, les ordres passifs bénéficiant du RPO émanent des contreparties qui ont le plus besoin de la protection offerte par le régime.

De nombreux courtiers ont également signalé les « coûts des billets » qui sont souvent facturés par leurs fournisseurs de services post-marché pour chaque opération présentée par chaque marché pour compensation. Compte tenu de l'effet que le RPO peut avoir sur l'acheminement d'un ordre à plusieurs marchés, les participants indiquent que ces coûts ont grimpé substantiellement parce que les ordres qui auraient pu, auparavant, être remplis immédiatement sur un seul marché sont désormais divisés en plusieurs ordres (et nécessitent plusieurs billets, avec les coûts afférents). Il apparaît que certains courtiers ont mis en œuvre des mécanismes de « compression des opérations » pour réduire ces coûts ou ont entrepris de le faire²².

iv) Les autres répercussions sur l'exploitation

Les courtiers se préoccupent du manque de pouvoir de négociation avec les marchés dont ils se sentent captifs en raison du RPO. Leur principale préoccupation a trait aux clauses de responsabilité des conventions d'adhésion ou d'abonnement des marchés que nombre d'entre eux, en raison du RPO, se sentent obligés de signer pour avoir accès en tant que membres ou abonnés. Selon eux, cela se traduit par un transfert de risque déraisonnable

²¹ Même en l'absence de RPO, on nous a indiqué que ces coûts persisteront si le courtier juge nécessaire de négocier les ordres de ses clients de la même manière pour obtenir la meilleure exécution.

²² On a décrit la compression des opérations comme un processus de réduction des coûts qui permet de regrouper plusieurs opérations sur un même titre avant de les présenter pour compensation, ce qui diminue la délivrance de billets par les fournisseurs de services post-marché et les coûts afférents.

des marchés aux courtiers parce que les marchés limitent strictement leur responsabilité ou la déclinent entièrement pour les pertes causées aux membres ou aux abonnés.

Les courtiers font également état de problèmes causés par la hausse des coûts de la conformité, puisqu'il leur faut accéder à chaque nouveau marché visible affichant des ordres pour respecter le RPO.

2. Impact potentiel sur l'efficacité du marché

Outre l'alourdissement des coûts, certains estiment que le RPO entraîne des inefficiences sur le marché en général ou y contribue. On peut dire qu'il avantage les marchés parce qu'il permet aux marchés visibles de facturer des droits à des clients qui ne voudraient autrement utiliser leurs services.

Si le RPO aide les marchés, il peut aussi favoriser le lancement ou l'exploitation de marchés visibles qui ne pourraient autrement assurer la continuité de l'exploitation. Cette situation peut accroître la fragmentation, nuire à la qualité du marché, augmenter la complexité et faire grimper les coûts des participants.

Les inefficiences du marché peuvent aussi découler du fait que le RPO et les avantages que les marchés en tirent ont le potentiel de limiter la concurrence et l'innovation, ce qu'ont noté les intervenants qui ont commenté les projets de régime. On a constaté au cours des dernières années que l'innovation et la concurrence entre les marchés se produisent principalement sur le terrain des frais, des systèmes et de la vitesse, et se traduisent par le lancement de mécanismes de négociation secondaires par les marchés existants qui se différencient principalement par les frais de négociation.

C. Autres problèmes contributifs

Nous observons que nombre de problèmes liés aux coûts et aux inefficiences du marché mentionnés ci-dessus sont également liés à des facteurs et à des problèmes relatifs à l'évolution de la structure du marché. Il est par conséquent difficile de distinguer l'effet du RPO de celui de ces autres facteurs ou problèmes. Il faut à tout le moins étudier leur lien avec les coûts et les inefficiences du marché pour établir les mesures les mieux à même de répondre aux préoccupations exprimées.

1. Émergence du contexte de multiplicité des marchés

Comme nous l'avons vu, l'environnement concurrentiel des marchés des titres de capitaux propres a évolué et comporte maintenant plusieurs marchés sur lesquels se négocient les titres cotés sur la TSX, la Bourse de croissance TSX ou la CSE. Même en l'absence du RPO, l'existence de plusieurs marchés peut présenter beaucoup de complexités, coûts et inefficiences analogues à ceux mentionnés ci-dessus, car le flux d'ordres est de plus en plus fragmenté entre les marchés. Le RPO et, dans une moindre mesure, les obligations de meilleure exécution peuvent influencer sur l'étendue de

l'accès à chaque marché et les moyens d'accès, ce qui peut ajouter des coûts et des inefficiences dans un contexte de multiplicité des marchés.

2. Paiement de rabais accordés en vertu des barèmes de frais « teneur-preneur » et « teneur preneur inversé »

En 2005, la TSX a introduit un barème de frais « teneur-preneur » en fonction du volume pour favoriser l'affichage d'ordres et ainsi faire concurrence aux marchés américains négociant des titres intercotés. En vertu de ce barème, la partie à l'opération apportant la liquidité (le teneur) reçoit un rabais, tandis que la partie qui prend la liquidité (le preneur) paie des droits. À l'origine applicable aux titres intercotés sur le NASDAQ et AMEX, ce barème a été étendu en 2006 à tous les titres de capitaux propres cotés sur la TSX et la Bourse croissance TSX. Depuis lors, il forme la base des barèmes de frais appliqués aux séances de négociation continue des marchés visibles de titres de capitaux propres en concurrence au Canada.

Les paiements de rabais selon un barème de frais « teneur-preneur » peuvent être considérés comme des incitatifs pour attirer le flux d'ordres passifs vers un marché donné et aussi comme des moyens de récompenser ou de rémunérer les fournisseurs de liquidité qui prennent le risque de passer des ordres et de contribuer à la formation des cours. Compte tenu de l'incitation supplémentaire à passer des ordres passifs, d'aucuns attribuent au barème teneur-preneur la réduction des écarts et l'amélioration des cours d'exécution des ordres négociables. Toutefois, la concurrence entre certains participants pour obtenir des rabais sur les ordres passifs peut avoir restreint la capacité d'autres participants au marché de combler ces ordres. En conséquence, certains « traversent l'écart » plus souvent, ce qui se traduit par des coûts d'exécution plus élevés (l'écart payé)²³ ainsi que par une augmentation des frais de négociation.

Ces derniers temps, au Canada et aux États-Unis, l'évolution des marchés a élargi le concept de paiement du preneur de liquidité au fournisseur de liquidité. On en trouve un exemple dans l'utilisation accrue du barème teneur-preneur « inversé », dans lequel le preneur de liquidité reçoit un rabais et le fournisseur de liquidité paie des frais. Dans ce cas, les rabais ne sont plus versés pour récompenser la prise de risque ou la contribution à la formation des cours.

Le personnel estime que les paiements de rabais selon le barème teneur-preneur traditionnel ou inversé influent sur le comportement de diverses catégories de participants au marché, que ce soit en matière de négociation ou de stratégies d'acheminement des ordres. Nous craignons qu'ils ne récompensent des comportements nuisibles à nos marchés. Des intervenants nous ont fait part de ces préoccupations au sujet du barème teneur-preneur dans le cadre de l'examen du RPO, dans les commentaires sur le dépôt préalable d'Aequitas et tout au long de notre surveillance continue des marchés et de la structure du marché. De plus, certains

²³ Les avantages peuvent aussi être la réduction des écarts et l'augmentation de la liquidité (par exemple, l'augmentation de l'immédiateté), ce qui peut avoir pour effet de compenser ces coûts dans une certaine mesure. Par exemple, si les ordres des investisseurs individuels tendent généralement à être actifs (et traversent donc l'écart), ils le demeurent, mais comme l'écart est moins grand, les investisseurs sont en mesure de les faire exécuter à un meilleur cours.

problèmes ont été signalés dans plusieurs mémoires de recherche et publications sur la structure du marché.

i) La fragmentation et la segmentation du flux d'ordres

Les intervenants nous ont indiqué que la variation des frais de négociation et des barèmes contribue davantage à accroître la fragmentation du flux d'ordres que la multiplicité des marchés ne devrait normalement le faire. Comme nous l'avons vu, les marchés canadiens se livrent de plus en plus concurrence sur le terrain des frais. C'est ce qui transparait des modifications apportées aux barèmes par les diverses places et les modifications apportées en réaction par leurs concurrents. C'est aussi ce que révèle le lancement de seconds marchés qui se distinguent principalement par leurs frais.

Dans le cadre de nos entrevues et de notre surveillance continue, les intervenants nous ont également indiqué que les marchés exploitent plusieurs mécanismes de négociation offrant des frais ou des barèmes différents principalement pour segmenter le flux d'ordres et attirer certains participants ou certaines catégories de flux. L'utilisation du barème teneur-preneur inversé en offre un exemple : un fournisseur de liquidité doit avoir de sérieuses raisons de payer pour afficher un ordre sur un marché, puisqu'il se prive dès lors du rabais payé par d'autres marchés pour les ordres passifs en vertu du barème teneur-preneur traditionnel. Il apparaît que les deux principaux motifs sont les suivants :

- déplacer l'ordre passif vers la tête du registre consolidé en partant de l'hypothèse qu'étant donné la multiplicité des marchés affichant des ordres au meilleur cours, un courtier soucieux des coûts pourrait choisir d'acheminer un ordre négociable en premier à la place qui paie un rabais;
- augmenter les chances de négocier contre le flux d'ordre le plus probablement sensible aux frais de négociation active, particulièrement celui du courtier d'investisseurs individuels.

Pour atténuer l'augmentation concomitante des coûts d'opérations, les participants peuvent employer des moyens moins onéreux d'exécution des flux traditionnellement actifs, comme dans le cas des ordres d'investisseurs individuels. Le recours aux marchés opaques est une façon de réduire les coûts d'acheminement des ordres actifs²⁴, étant donné qu'ils facturent généralement des droits moins élevés. Depuis peu, des barèmes teneur-preneur inversés sont également utilisés à ces fins.

ii) Les conflits d'intérêts

Comme nous l'avons vu, les paiements de rabais sont utilisés pour encourager certains comportements en matière d'acheminement avec les barèmes teneur-preneur inversés et traditionnels. Ils ne sont donc pas sans présenter des risques de conflits d'intérêts dans les décisions d'acheminement des courtiers qui gèrent les ordres des clients.

²⁴ À titre d'exemple, Alpha IntraSpread n'est offert que pour les flux d'ordres d'investisseurs individuels en raison de sa restriction sur l'utilisation du type d'ordre SDL (« seek dark liquidity », c'est-à-dire « recherche de liquidité invisible »).

Angel, Harris et Spatt en traitent dans un mémoire de 2010 mis à jour en 2013²⁵. Ils font remarquer que les courtiers peuvent avoir intérêt à acheminer les ordres à cours limité de leurs clients vers les marchés qui paient les rabais les plus substantiels et leurs ordres négociables (sous réserve des obligations d'exécution au meilleur cours en vertu du RPO) vers les places qui facturent les frais les plus bas pour les ordres actifs (ou celles dont le barème teneur-preneur inversé leur offre un rabais). Généralement, ces rabais ne sont pas transférés au client final²⁶. Dans un mémoire de recherche publié en juillet 2013, Pragma Securities indique [traduction] « [qu']une stratégie d'exécution d'opérations optimale pour le courtier peut ne pas l'être pour le client²⁷ ». Un rapport publié en décembre 2013 par l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs mobilières (OICV) et intitulé *Trading Fee Models and their Impact on Trading Behaviour*²⁸ soulève des questions analogues : certaines autorités de réglementation expriment la crainte que la meilleure exécution des ordres des clients ne souffre des décisions d'acheminement que les courtiers prennent en fonction des rabais dont ils peuvent bénéficier (notamment sous forme de frais réduits).

iii) La transparence

Autre préoccupation exprimée au sujet du barème teneur-preneur : les généreux rabais peuvent nuire à la transparence des cours. Qui plus est, nombre d'intervenants estiment que le paiement de rabais aux fournisseurs de liquidités peut avoir réduit les écarts sous l'effet de la concurrence pour les obtenir, mais que cette réduction est financée par les participants au marché qui paient les frais d'opération.

Lorsque les rabais et les frais ne sont pas transférés au client final dans tous les cas et que seuls certains participants au marché obtiennent un avantage financier en profitant des rabais, les règles du jeu ne sont pas les mêmes pour tous. Certains estiment qu'une solution pourrait être d'exiger que tous les frais et rabais soient transférés au client final : non seulement elle rendrait les résultats financiers des opérations équitables pour tous les participants, mais elle éliminerait les conflits d'intérêts des courtiers en matière d'acheminement. Néanmoins, des intervenants représentant diverses branches du secteur nous ont indiqué que cette solution pourrait être très difficile et coûteuse à mettre en œuvre en ce qui a trait aux systèmes.

Par ailleurs, Angel, Harris et Spatt indiquent que le barème teneur-preneur inversé a essentiellement pour effet de permettre au fournisseur de liquidités de proposer avant tout autre participant un cours qui s'établit, dans les faits, à un échelon de cotation inférieur à un cent²⁹, ce qui est interdit en vertu des règles actuelles.

²⁵ *Equity Trading in the 21st Century*, Angel, Harris and Spatt, mai 2010 et juin 2013.

²⁶ Nous savons que c'est le cas des participants aux marchés canadiens. Se reporter à la section 3.4 de l'Avis 14-0082 de l'OCRCVM, *Résultats du Sondage sur la meilleure exécution*, 28 mars 2014, http://www.ocrcvm.ca/Documents/2014/61ec2e27-7e15-4a42-9adc-5c7895d16c81_fr.pdf.

²⁷ *A Conflict Inherent in the Maker-Taker Model: Equities vs. Futures*, Pragma Securities, juillet 2013, p. 1.

²⁸ Rapport accessible au www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD430.pdf.

²⁹ *Equity Trading in the 21st Century*, juin 2013, p. 28.

iv) L'augmentation de l'intermédiation sur les titres très liquides

On peut penser qu'il est avantageux pour le marché d'encourager la fourniture de liquidité, mais la réalisation de cet objectif ne devrait pas faire peser des coûts déraisonnables sur les autres participants au marché. Lorsque le nombre de marchés a augmenté et que le barème teneur-preneur est devenu le principal barème utilisé pour attirer les flux d'ordres passifs, davantage de fournisseurs de liquidité à court terme ont fait leur entrée sur le marché. La fourniture de liquidité s'est accrue en conséquence, mais surtout pour des titres les plus liquides. C'est ce qui ressort des résultats des phases I et II de l'étude de la négociation à haute vitesse effectuée par l'OCRCVM³⁰ : 77 % du volume, 88 % de la valeur et 84 % du nombre des opérations attribuables aux identifiants d'utilisateurs compris dans l'échantillon visaient les titres les plus liquides cotés sur la TSX.

Nous craignons que les paiements de rabais, bien qu'ils aient permis principalement d'augmenter le niveau de liquidité des titres les plus liquides, se traduisent par une intermédiation inutile de la part des fournisseurs de liquidité à court terme sur les titres qui en ont le moins besoin, ce qui nous fait douter de la pertinence d'un barème de frais qui nécessite des paiements des preneurs de liquidité aux fournisseurs de liquidité alors que la liquidité disponible est suffisante.

v) La concurrence entre les marchés

Nous notons que la concurrence pour obtenir du volume en échange de rabais peut dissuader les marchés de modifier leurs barèmes de frais pour régler les problèmes signalés (si leurs concurrents ne sont pas tenus d'en faire autant). À titre d'exemple, un marché pourrait ne pas être en mesure de réduire en dessous d'un certain plancher les rabais qu'il paie en vertu d'un barème teneur-preneur, parce que cela pourrait réduire considérablement le flux d'ordres passifs qui lui est acheminé et lui faire perdre du volume d'opérations, des parts de marché et des revenus³¹. Lorsque les pressions concurrentielles sont fortes (par exemple, pour les titres intercotés et les titres liquides non intercotés valant plus de 1 \$), les marchés n'ont pas nécessairement intérêt à renoncer à un barème de frais qui comporte le paiement de rabais en échange de liquidité.

3. La négociation à haute vitesse

Le marché canadien des titres de capitaux propres connaît une croissance soutenue de la négociation à haute vitesse, à basse latence et facilité par la technologie, ce qui transforme la dynamique de l'ensemble du secteur. Le rapport de l'OCRCVM sur les phases I et II de son étude des activités de négociation à haute vitesse (NHV) fait ressortir plusieurs facteurs qui ont contribué à jeter les bases de la NHV, dont l'avènement de la décimalisation, les multiples marchés, la concurrence accrue entre

³⁰ Publiée au http://www.ocrcvm.ca/Documents/2012/c03dbb44-9032-4c6b-946e-6f2bd6cf4e23_fr.pdf.

³¹ Nous reconnaissons qu'à compter du 1^{er} novembre 2013, la TSX et la Bourse de croissance TSX ont révisé leur barème de frais pour les titres dont le cours est inférieur à 1 \$ en introduisant des droits symétriques (le côté actif et le côté passif payent les mêmes droits par action négociée).

les marchés, la mondialisation de la négociation ainsi que les progrès des technologies de négociation³². Faisant le point dans le cadre de la conférence conjointe CVMO/OCRCVM sur la structure du marché tenue en novembre 2013, l'OCRCVM a indiqué que la NHV représentait 15 % du volume, 24 % de la valeur et 35 % du nombre des opérations exécutées entre janvier 2012 et juin 2013³³. On trouvera davantage de renseignements sur les caractéristiques, les stratégies et les risques de la NHV dans le rapport de consultation publié en juillet 2011 par l'OICV, *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*³⁴, et dans un rapport publié en mars 2014 par le personnel de la Division of Trading and Markets de la Securities and Exchange Commission des États-Unis³⁵.

Si les tenants de la NHV font valoir l'accroissement de la liquidité et la réduction des écarts comme points positifs, d'autres se questionnent sur l'accessibilité de la liquidité fournie et sur la réduction réelle des écarts³⁶. D'aucuns expriment également des préoccupations sur la façon dont les avantages potentiels que les sociétés de NHV tirent de la technologie et de la vitesse et la concurrence qu'elles se livrent sur les rabais pour les ordres passifs ont pu contribuer à l'accroissement de l'intermédiation et à l'exclusion d'autres participants à l'étape de la fixation des cours. Les intervenants estiment qu'elle contribue à la hausse des coûts supportés par les courtiers, notamment ceux des investisseurs individuels, parce qu'ils sont plus souvent preneurs de liquidité et payent donc plus fréquemment des frais de négociation active.

L'OCRCVM en est à la phase III de son étude de la NHV, qui pourrait permettre de savoir si la NHV pose réellement des problèmes de qualité ou d'intégrité du marché qu'il faut régler en instaurant une nouvelle réglementation ou en modifiant celle en vigueur.

Dans l'intervalle, l'OCRCVM et nous nous sommes attachés à introduire et à modifier les obligations applicables à l'« infrastructure de négociation ». En particulier, l'introduction du *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés* et les projets de modifications des règlements sur les marchés ainsi que d'autres dispositions des RUIM imposent aux courtiers et aux marchés l'obligation de gérer les risques associés à tout accès électronique aux marchés, y compris la NHV. Ces obligations comprennent les contrôles avant les opérations, des seuils de volume et de cours coordonnés, des seuils de déclenchement pour un titre unique et à l'échelle du marché ainsi qu'une série d'obligations opérationnelles, notamment des obligations d'assurance de la qualité, applicables aux marchés qui introduisent et lancent des systèmes. Un rapport publié par la CVMO fait état des travaux du consultant engagé pour examiner le régime et conclut à l'absence de lacunes dans la réglementation actuelle³⁷.

³² Publiée au http://www.ocrcvm.ca/Documents/2012/c03dbb44-9032-4c6b-946e-6f2bd6cf4e23_fr.pdf.

³³ Publié au http://www.iroc.ca/Documents/2013/03603d99-c3ef-4fb6-8b94-a6b6aa857cf3_en.pdf.

³⁴ Publié au <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf>.

³⁵ Publié au http://www.sec.gov/marketstructure/research/hft_lit_review_march_2014.pdf.

³⁶ Voir par exemple *Evolution of Canadian Equity Markets*, RBC Marchés des Capitaux, février 2013.

³⁷ Avis 23-702 du personnel de la CVMO *Electronic Trading Risk Analysis Update*, publié au http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/sn_20131212_23-702_electronic-trading-update.pdf.

4. Mise en œuvre du cadre réglementaire pour la liquidité invisible

À compter d'octobre 2009, les ACVM et l'OCRCVM ont publié une série de documents conjoints qui ont mené à la mise en œuvre de règles relatives à la liquidité invisible³⁸. Ces règles prévoient que les ordres invisibles en attente doivent fournir une amélioration significative du cours d'un autre ordre de petite taille, définissent l'« amélioration minimum du cours » qui est nécessaire pour être significative et établissent la priorité des ordres visibles sur les ordres invisibles au même cours sur le même marché.

Depuis la mise en œuvre des règles relatives à la liquidité invisible, nous avons observé une baisse marquée de l'activité de négociation chez certains mécanismes de négociation d'ordres invisibles³⁹. D'aucuns estiment que la principale raison en est que les obligations d'amélioration du cours ont supprimé l'intérêt financier des fournisseurs de liquidités à fournir de la liquidité passive à ces mécanismes. En conséquence, les courtiers qui utilisaient ces mécanismes pour gérer leurs coûts de négociation active (tout en offrant à leurs clients des occasions d'amélioration du cours) négocient une plus grande partie de leur flux actif sur des marchés visibles facturant des frais plus élevés de négociation active, ce qui accroît leurs coûts totaux et les pousse à trouver des solutions de rechange pour les réduire.

Nous faisons remarquer que la mise en œuvre des règles relatives à la liquidité invisible n'est pas à l'origine des problèmes qui contribuent aux ratios actif-passif élevés des courtiers et aux coûts élevés de négociation active. Cependant, leur introduction a modifié les facteurs économiques de la négociation d'ordres invisibles et l'environnement dans lequel les courtiers pouvaient abaisser leurs coûts. Ceci dit, nous soulignons que l'introduction des règles relatives à la liquidité invisible visait à réaffirmer la priorité du marché visible et l'importance de la formation des cours au moyen des ordres visibles.

5. Problèmes potentiels des droits relatifs aux données de marché

Le montant des droits relatifs aux données de marché payés par un courtier dépend directement de son modèle d'entreprise et des services qu'il a choisi d'offrir à ses clients. Ces constatations ressortent clairement des travaux que nous menons sur ces droits depuis la publication du document sur les droits relatifs aux données et des discussions que nous maintenons avec les participants au marché. Par exemple, certains courtiers (généralement ceux qui ont une clientèle particulière à laquelle les données ne sont pas fournies) n'ont pas indiqué que les droits relatifs aux données de

³⁸ Il s'agit des trois documents suivants : 1) le *Document de consultation conjoint 23-404 des ACVM et de l'OCRCVM, Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada*, publié en octobre 2009 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 6 n° 39, p. 212; 2) l'*Énoncé de position conjoint 23-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, La liquidité invisible sur le marché canadien*, publié en novembre 2010 dans le Bulletin, Vol. 7 n° 46, p. 310; et 3) l'*Avis conjoint 23-311 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, Démarche réglementaire concernant la liquidité invisible sur le marché canadien*, publié en juillet 2011 dans le Bulletin, Vol. 8 n° 30, p. 1096.

³⁹ Le cas le plus notable est celui d'Alpha IntraSpread, qui a vu sa part de marché chuter de 3,6 % du volume au cours du mois précédant la mise en œuvre des règles relatives à la liquidité invisible (septembre 2012) à 0,3 % le mois suivant (novembre 2012).

marché étaient une grande préoccupation pour eux. Pour ces sociétés, toutefois, les principaux problèmes liés à ces droits avaient à voir avec le potentiel du RPO de soutenir les marchés en rendant les clients captifs et le possible écart entre la valeur et le coût des données de certains petits marchés. En outre, les intervenants nous ont fait part de leur frustration à l'égard des grands marchés, qui ont peut-être connu une baisse continue de leur part de marché, mais n'ont pas ajusté leurs frais en conséquence.

Pour d'autres courtiers, surtout ceux qui fournissent des données aux clients (institutionnels ou individuels) et ceux qui ont un grand réseau de conseillers en placement, les droits relatifs aux données de marché sont une importante source de préoccupations. Hormis la relation entre ces droits et le RPO (et dans un moindre mesure les obligations de meilleure exécution), les préoccupations exprimées semblent se rapporter essentiellement à ce qui suit :

- l'augmentation du coût d'acquisition des données de tous les marchés du fait que davantage de marchés visibles facturent les données;
- le fait que les droits relatifs aux données ne sont peut-être pas suffisamment soumis à la concurrence parce que les marchés contrôlent la production et le prix de leurs données et parce qu'il est impossible de remplacer les données d'un marché par celles d'un autre.

Ces questions ont été étudiées dans le document sur les droits relatifs aux données, mais seulement pour ce qui est des droits demandés aux abonnés professionnels. À la suite de nos discussions avec les participants et après nous être penchés sur ces droits de manière plus générale, nous nous sommes intéressés davantage au niveau des droits facturés aux utilisateurs non professionnels.

Bien que les abonnés non professionnels ne soient pas concernés par le problème de la captivité des clients associé au RPO, ils peuvent subir un effet similaire en raison de la seconde des deux préoccupations susmentionnées. Ils peuvent utiliser les données principalement pour obtenir de l'information sur l'établissement des cours, de sorte qu'ils n'ont pas besoin d'acquérir des données de tous les marchés. Bien que, dans cette situation, la concurrence par les prix puisse permettre de gérer les droits facturés à ces abonnés, il semble que le secteur continue de s'en remettre principalement (et bien souvent uniquement) aux bourses d'inscription comme source de données de marché pour obtenir des indications sur les cours⁴⁰. Cette observation ressort de nos entrevues des participants ainsi que de notre analyse des efforts accomplis par d'autres marchés ces dernières années pour présenter leurs données aux courtiers comme une solution de rechange économique mais efficace pour obtenir des indications sur les cours. En ce qui concerne les utilisateurs non professionnels, une étude comparative des droits facturés par les bourses d'inscription canadiennes et des droits analogues aux États-Unis et dans le reste du monde indique qu'ils obtiennent, au Canada, des rabais beaucoup moins intéressants, en pourcentage des droits facturés aux

⁴⁰ Cela est peut-être aussi dû au fait que les clients non professionnels ne connaissent pas d'autres marchés que les bourses d'inscription et qu'ils souhaitent voir leurs ordres à cours limité non négociables affichés sur celles-ci.

professionnels, que leurs homologues américains et internationaux. Nous reviendrons en détail sur cette analyse sous une autre rubrique du présent avis.

6. La meilleure exécution dans un contexte de multiplicité des marchés

Les obligations de meilleure exécution prévues par la partie 4 du Règlement 23-101 et la Règle 5.1 des RUIIM sont d'application plus complexe dans un contexte de multiplicité des marchés. Bien que la meilleure exécution soit actuellement assujettie aux obligations prévues par le RPO, elle demeure un principe fondamental. Nonobstant le fait que la conformité au RPO nécessite un accès direct ou indirect aux marchés et aux données de marché, la meilleure exécution peut soulever des problèmes analogues de captivité des clients. Toutefois, dans le contexte de la meilleure exécution, ces problèmes sont peut-être davantage le fruit des décisions d'affaires que les courtiers prennent lorsqu'ils déterminent si l'exécution des opérations sur certains marchés leur permettrait de réaliser la meilleure exécution pour leurs clients.

Dans un contexte de multiplicité des marchés, la meilleure exécution peut aussi souffrir des conflits d'intérêts qui influent sur le traitement et l'acheminement des ordres des clients. Ils peuvent se produire en raison de la propriété des marchés, notamment des programmes d'encouragement à la propriété, ou des incitatifs créés par les frais et les barèmes, comme ceux qui sont évoqués ci-dessus, sous la rubrique concernant les barèmes teneur-preneur et teneur-preneur inversé.

D. Résumé de l'examen

Au terme de notre examen du RPO, nous sommes d'avis que ses objectifs (la protection des ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur plusieurs marchés pour renforcer la confiance et faciliter la fourniture de liquidité ainsi qu'une formation des cours efficiente) n'ont rien perdu de leur importance. Nous demeurons donc convaincus que la protection des ordres doit rester un élément fondamental du marché canadien. Cependant, notre examen des coûts et des avantages de ce régime ainsi que les observations que nous avons effectuées pendant les années qui ont façonné l'environnement concurrentiel actuel (depuis l'ancien régime du meilleur cours jusqu'au RPO actuel) indiquent que sa mise en œuvre a contribué à la hausse des coûts et à des inefficiences auxquelles il y a lieu de remédier.

En particulier, nous estimons qu'en raison de ses coûts et inefficiences, la protection de 100 % des ordres affichés contre les transactions hors cours⁴¹ n'est pas pleinement justifiée par les avantages qu'elle apporte. De plus, nous craignons que le RPO n'avantage les marchés parce que les participants au marché sont des clients captifs de certains de leurs services. S'il semble que certains courtiers aient des choix pour gérer l'accès aux marchés visibles et les coûts afférents (par exemple, les coûts d'adhésion et de connexion), force est de constater que la conformité au RPO nécessite que tous les participants au marché accèdent à la négociation sur chaque marché visible directement ou indirectement. Autrement dit, il faut que certains participants soient

⁴¹ Sauf les transactions hors cours pour lesquelles le RPO prévoit des exceptions.

membres d'un marché pour faciliter la connexion pour eux-mêmes et d'autres. Par conséquent, nous estimons que le régime avantage tous les marchés visibles, car les courtiers et les fournisseurs de services paient pour accéder à la négociation. Cette situation entraîne des coûts pour les participants au marché (directement ou indirectement sous forme de frais facturés par les courtiers exécutants ou les fournisseurs de services pour faciliter l'accès) qui ne sont peut-être pas raisonnables. Le RPO est d'autant plus à l'avantage des marchés et a une incidence d'autant plus déterminante sur les coûts des courtiers et des fournisseurs de services que les courtiers qui contrôlent leur propre flux d'ordres doivent obtenir des données pour faire des choix en matière d'acheminement. Nous croyons cependant que le débat sur l'ampleur des données ou le nombre de listes de données nécessaires se poursuivra probablement.

Outre qu'il avantage les marchés, les incite à lancer de nouvelles places de négociation ou garantit leur viabilité même lorsqu'elle est menacée, nous estimons que le régime encourage les inefficiences de la négociation et les inefficiences du marché dont nous traitons ici.

C'est dans ce contexte qu'il faut déterminer s'il est nécessaire d'appliquer le RPO à tous les ordres pour obtenir les résultats escomptés, soit la confiance dans l'équité et l'intégrité du marché et l'efficacité du processus de formation des cours et du marché en général. C'est notamment vrai lorsqu'on considère que de nombreux ordres passifs affichés qui bénéficient du régime sont probablement saisis par des participants dont la confiance dans l'équité et l'efficacité des marchés et la volonté de participer et de contribuer à la formation des cours ne souffriraient pas d'une variation du niveau de protection offert. Comme nous l'avons vu, il y a également lieu de tenir compte de l'avantage que le RPO offre aux clients qui souhaitent avant tout obtenir le meilleur cours pour leurs ordres, car il garantit la concordance des intérêts des clients et des courtiers dans ces circonstances.

En conséquence, à l'issue de notre examen du RPO, nous jugeons nécessaire de prendre des mesures afin de faire en sorte qu'il avantage moins les marchés et d'atténuer les problèmes de coûts connexes. Ce faisant, il faut toutefois prendre en considération des objectifs initiaux du régime et de son effet sur la concurrence et l'innovation. Par ailleurs, notre évaluation des questions concernant la négociation et les droits relatifs aux données ainsi que nos travaux sur le document sur les droits relatifs aux données nous amènent à penser que d'autres questions en suspens dans ces domaines méritent notre attention.

Il importe enfin, avant de proposer des solutions à ces problèmes, de reconnaître que des obligations de meilleure exécution pourraient aussi entraîner des problèmes de captivité des clients et d'avantage réglementaire dans un contexte de multiplicité des marchés si les courtiers jugeaient essentiel d'accéder à certaines places pour se conformer aux règlements. Nous sommes d'avis qu'il faudrait examiner les indications fournies sur la meilleure exécution et les obligations de déclaration des courtiers pour clarifier les attentes des autorités de réglementation et des clients.

III. DÉMARCHE EN VUE D'UN RÈGLEMENT DES PROBLÈMES LIÉS AU RPO

Nous proposons une démarche qui ajuste l'application du RPO principalement en limitant la protection des ordres aux marchés qui atteignent un certain seuil et en réglementant plus directement la négociation et les droits relatifs aux données (la **démarche proposée**). Nous conservons le RPO comme élément fondamental de notre régime réglementaire, tout en prenant acte de certaines des inefficiences et de certains des coûts qui résultent de son application à l'ensemble des ordres et en réglant les problèmes de captivité des clients et d'avantage réglementaire. La démarche proposée a également pour objectif d'offrir aux courtiers la souplesse nécessaire pour déterminer si et quand ils doivent accéder à la négociation sur certains marchés afin de réaliser la meilleure exécution pour leurs clients. Nous proposons également de plafonner à court terme les frais de négociation active pour certains titres et annonçons notre intention d'étudier l'application de restrictions au barème de frais teneur-preneur. Enfin, s'agissant des droits relatifs aux données, nous proposons une réponse aux principales préoccupations exprimées par les intervenants pendant la consultation sur le document sur les droits relatifs aux données et lors des entrevues effectuées pendant l'examen du RPO. On trouvera davantage de renseignements sur la démarche proposée ci-après.

Les modifications proposées au Règlement 23-101 sont nécessaires pour mettre en œuvre la démarche proposée. Ils sont décrits ci-après et publiés avec le présent avis.

A. Modifications du RPO

Nous proposons que le champ d'application du RPO soit réduit, de sorte qu'il ne s'appliquerait pas aux ordres affichés sur tous les marchés visibles. Cette démarche n'est pas incompatible avec les objectifs que nous nous sommes fixés pour le RPO, à savoir principalement le renforcement de la confiance et la facilitation de la formation des cours, et elle nous permet de prendre acte du fait que l'application du régime à tous les ordres affichés sur tous les marchés n'est peut-être pas si efficiente ni nécessaire que cela pour les atteindre.

La mise en œuvre d'une démarche réduisant le champ d'application du régime vise à offrir davantage de souplesse aux courtiers. Comme le régime ne s'appliquera pas aux ordres affichés sur tous les marchés, ils devraient être en mesure de mieux gérer certains coûts implicites et explicites liés à l'accès à la négociation sur tous les marchés visibles. Cela devrait aussi rendre le régime moins à l'avantage de marchés.

1. Description du projet de RPO

- Les ordres visibles saisis sur un marché qui atteint ou dépasse un seuil de part de marché fixé par les ACVM seront protégés.
- Les ordres visibles saisis sur des bourses qui n'atteignent pas le seuil seront protégés pour les titres qui y sont inscrits à la cote.
- Le seuil initial de part de marché sera fixé à 5 % de la part de marché du volume ajusté d'actions et de la valeur ajustée des opérations.
- Le seuil de part de marché sera calculé en fonction des opérations effectuées dans le cadre des enchères en continu qui portent sur les ordres passifs affichés bénéficiant de la protection du RPO, à l'exclusion des opérations comme les applications ou les opérations sur ordres invisibles, ordres passés lors des séances d'ouverture ou de clôture de marchés au fixage, ordres assortis de conditions particulières, etc.

Nous proposons d'introduire un seuil de part de marché auquel ou au-dessus duquel les ordres affichés sur un marché seront protégés. En d'autres termes, les marchés et les courtiers qui choisissent de se soumettre au RPO devront se doter de politiques et de procédures raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours sur les ordres affichés sur un marché, ou sur l'un de ses marchés ou mécanismes⁴², qui a une part de marché atteignant ou dépassant le seuil. Cette mesure nécessitera de modifier les définitions du Règlement 23-101. Nous proposons d'apporter les modifications suivantes :

- nous proposons de modifier les définitions des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée » pour préciser que l'ordre doit être saisi sur un marché qui atteint le seuil de part de marché ou sur une bourse d'inscription (désignés comme des « marchés protégés » aux fins du présent avis, les marchés qui n'atteignent pas le seuil étant désignés comme des « marchés non protégés »), sous réserve de certaines limites indiquées ci-dessous pour les ordres saisis sur des bourses d'inscription;
- nous confirmerons à l'article 1.1.7 de l'Instruction générale 23-101 que la définition de « transaction hors cours » s'applique aux opérations exécutées sur un marché protégé ou non à un cours inférieur à l'ordre protégé au meilleur cours; elle ne s'applique pas à une opération à un cours inférieur à celui d'un ordre affiché sur un marché non protégé.

i) Calcul du seuil de part de marché

Nous proposons un seuil de part de marché ajustée⁴³ de 5 % pour atteindre un objectif de protection d'au moins 85 à 90 % du volume et de la valeur des opérations ajustées (en fonction des exclusions ci-dessous). À notre avis, il importe de remédier aux

⁴² La définition de « marché » prévue par le Règlement 21-101 et la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario mentionne un marché ou un mécanisme.

⁴³ Pondérées également entre la moyenne combinée du volume et de la valeur des opérations.

inefficiences causées par l'application du RPO à tous les ordres, tout en maintenant un niveau de protection acceptable.

Nous proposons que le calcul de la part de marché ajustée de 5 % repose sur la moyenne combinée de la part du volume et de la valeur des opérations (pondérés également). La part de marché sera calculée en fonction de la part des opérations sur un an et appliquée au niveau du marché ou du mécanisme si un marché comporte plusieurs marchés ou mécanismes visibles⁴⁴.

Nous avons retenu le volume des opérations comme mesure des opérations parce que nous jugeons qu'il convient le mieux à nos objectifs de protection des ordres passifs. Nous proposons toutefois de donner un poids égal au volume et à la valeur des opérations pour compenser certains effets sur le volume d'actions des marchés sur lesquels se négocient principalement des titres de faible valeur. Nous avons envisagé d'utiliser le nombre d'opérations sur le marché pour calculer le seuil de part de marché, mais nous craignons que cette mesure ne fausse les résultats en faveur des marchés sur lesquels un grand nombre d'opérations à faible volume sont exécutées. À notre avis, le volume total des opérations sur chaque marché fournirait les mêmes données sans fausser les résultats, contrairement au nombre d'opérations individuelles.

Nous avons envisagé d'utiliser des mesures reposant sur les ordres. Elles peuvent sembler plus conformes à notre objectif de protection des ordres, mais nous craignons qu'elle ne se prête davantage à la manipulation pour atteindre le seuil⁴⁵.

Nous proposons d'exclure du calcul du seuil de part de marché toutes les opérations qui ne portaient pas sur un ordre passif affiché bénéficiant de la protection du RPO. De manière générale, seraient exclues les opérations portant sur des ordres non affichés, des « ordres à cours calculé » et des « ordres non normalisés »⁴⁶. En particulier, les opérations suivantes ne seraient pas prises en compte dans le calcul de la part de marché :

- les opérations sur des ordres passifs invisibles;
- la partie non interposée des applications intentionnelles⁴⁷;
- les opérations sur les marchés ou mécanismes au fixage (y compris les mécanismes au fixage existants qui déterminent le cours d'ouverture ou de clôture);
- les opérations sur lots irréguliers;
- les opérations auto-exécutées en exécution de l'obligation de garantie minimum d'un teneur de marché ou à l'exercice de droits ou d'obligations de participation;
- les opérations sur des ordres assortis de conditions particulières.

⁴⁴ Par exemple, certains marchés comportent actuellement des registres distincts visibles d'enchères en continu auxquels le seuil de part de marché serait appliqué séparément.

⁴⁵ Il peut être plus facile pour un marché d'encourager la passation d'ordres à la seule fin d'influer sur le résultat du calcul du seuil que d'encourager la réalisation d'opérations.

⁴⁶ Les expressions « ordres à cours calculé » et « ordres non normalisés » sont actuellement définies dans le Règlement 23-101.

⁴⁷ Sur certains marchés, un ordre déjà saisi par un courtier au même cours qu'une application intentionnelle qu'il exécute peut « s'interposer » dans celle-ci. Étant donné que l'ordre interposé bénéficie du RPO, il serait inclus dans le calcul de la part de marché.

Nous faisons remarquer que nous ne proposons pas de calculer la part de marché par marché d'inscription (c'est-à-dire que la part de marché sera calculée en fonction de l'ensemble du marché et non par marché d'inscription). Nous avons envisagé cette possibilité, mais conclu que le calcul pourrait être source de complexité supplémentaire et de confusion, surtout si différents marchés étaient protégés pour un groupe de titres et non pour un autre⁴⁸. Nous reconnaissons cependant que la démarche proposée aurait cet effet parce qu'une bourse pourrait n'être protégée que pour les titres qui y sont cotés, bien que ce problème ait une plus grande probabilité de se produire si nous calculions le seuil de part de marché par marché des titres cotés.

Comme nous l'avons mentionné, nous sommes d'avis que l'application du RPO à tous les ordres a entraîné certains coûts et inefficiences. Nous estimons que l'application d'un seuil de part de marché de 5 % afin protéger au moins 85 à 90 % du volume et de la valeur des opérations ajustées les atténuerait en partie tout en préservant notre politique de protection des ordres pour renforcer la confiance dans les marchés et la formation des cours. Pour évaluer l'incidence potentielle, nous avons calculé la part de marché ajustée de la façon proposée et appliqué le seuil de part de marché en fonction des données de l'année 2013. Voici les résultats :

Marché	Part du volume négocié ajusté en 2013	Part de la valeur négociée ajustée en 2013	Part moyenne du volume et de la valeur négociés ajustés en 2013
Alpha	15,06%	16,23%	15,65%
Chi-X	9,59%	14,48%	12,04%
CX2	3,05%	2,79%	2,92%
CSE	1,77%	1,56%	1,67%
Omega	1,82%	1,28%	1,55%
TMX Select	1,71%	1,93%	1,82%
Croiss. TSX	23,33%	0,81%	12,07%
TSX	43,67%	60,93%	52,30%

Comme on peut le constater, quatre des huit marchés visibles en activité à la fin de l'année auraient atteint le seuil de 5 % en fonction de la moyenne du volume et de la valeur des opérations ajustées (partie encadrée du tableau ci-dessus). Un autre marché qui ne l'atteindrait pas et est une bourse reconnue (CSE) aurait également été considéré comme un marché protégé, mais seulement pour les titres qui y sont cotés. Nous avons également constaté qu'un peu plus de 90 % du volume et de la valeur des opérations ajustées auraient été enregistrés sur ce qui aurait été considéré comme des marchés protégés⁴⁹.

⁴⁸ Par exemple, un ou plusieurs SNP pourraient être considérés comme des marchés protégés pour les titres X, mais pas pour les titres Y, ce qui pourrait non seulement compliquer la prévention des transactions hors cours et des marchés figés et croisés, mais aussi créer de la confusion chez les participants au marché si certains titres négociés sur les SNP (les titres non protégés) faisaient l'objet d'un plus grand nombre de transactions hors cours et figeaient ou croisaient le marché en raison d'ordres saisis sur d'autres marchés.

⁴⁹ Nous reconnaissons que les résultats du calcul de la part de marché auraient pu être différents si le seuil de part de marché avait été véritablement appliqué à 2013. Nous faisons cependant remarquer que les marchés qui n'auraient pas été protégés en fonction de ce seuil auraient pu connaître une réduction du flux d'ordres actifs qui leur est acheminé parce que certains participants ne leur acheminent des ordres que pour se conformer au RPO et pourraient cesser de le faire systématiquement s'ils n'y sont pas obligés.

ii) Traitement des bourses d'inscription

Nous proposons que les ordres affichés sur une bourse reconnue qui n'atteint pas le seuil de part de marché soient protégés, mais seulement pour les titres qui y sont inscrits à la cote et négociés. Une nouvelle bourse reconnue serait automatiquement un marché protégé au lancement de la négociation, sous réserve des mêmes limites. Comme pour l'application du calcul du seuil de part de marché, la qualité de marché protégé s'appliquerait au niveau de chaque marché ou mécanisme de la bourse reconnue, par exemple si celle-ci comporte plusieurs marchés ou mécanismes visibles.

Cette démarche vise à ce qu'aucun marché d'inscription non protégé ne soit injustement désavantagé par le RPO en ce qui concerne les titres qui y sont inscrits à la cote, si un marché protégé offre la négociation de ces titres⁵⁰. Nous jugeons également important de protéger les marchés qui contribuent au processus de collecte de capitaux, mais nous faisons remarquer que malgré le fait de considérer une bourse comme protégée sous le seuil de part de marché, le RPO ne forcera pas les participants à négocier les titres qui y sont inscrits à la cote. Il ne sera pertinent pour la bourse que si un participant choisit d'offrir à ses clients de négocier ces titres et que ces derniers sont aussi cotés sur un autre marché. Nous avons envisagé de limiter la protection dans ces situations aux titres inscrits à la cote de cette bourse qui ne sont pas aussi inscrits à celle d'une autre bourse protégée, afin qu'aucune bourse ne puisse utiliser des titres intercotés pour tirer parti de la qualité de marché protégé. Nous craignons toutefois que cela n'impose un fardeau aux courtiers et aux fournisseurs de services en les obligeant à trouver de nouvelles solutions technologiques pour que les mécanismes d'acheminement des ordres distinguent les marchés en fonction des symboles. Nous comptons exercer une surveillance pour voir si les bourses cherchent à inscrire à leur cote des titres à seule fin de bénéficier de la qualité de marché protégé et nous prendrons les mesures nécessaires, le cas échéant.

La démarche proposée pourrait également introduire d'autres considérations pour les mécanismes d'acheminement des ordres dans certaines situations où un titre est inscrit à la cote de deux bourses⁵¹. Nous faisons toutefois remarquer que ces situations peuvent se produire sous le RPO actuel et qu'elles n'entraînent pas de nouvelles complications ni de nouveaux coûts.

En ce qui concerne la mise en œuvre, si tous les ordres affichés sur une bourse reconnue ne sont pas tous protégés, nous nous posons la question de savoir s'il serait nécessaire et approprié d'obliger la bourse à donner accès séparément à la négociation et aux données de marché sur ces titres qui seraient protégés⁵².

⁵⁰ Sans égard au fait que ces titres sont aussi inscrits à la cote sur un autre marché protégé ou n'y sont offerts qu'aux fins de négociation.

⁵¹ Par exemple, si un nouvel FNB a été inscrit simultanément à la cote de deux bourses, il faudrait vraisemblablement le traiter comme inscrit sur chacune d'elles et les mécanismes d'acheminement devraient pouvoir en tenir compte.

⁵² Par exemple, en offrant l'adhésion pour ne négocier que les symboles pour lesquels les ordres affichés sur la bourse reconnue seraient protégés ou en offrant des listes de données de marché indiquant les ordres et les opérations sur ces symboles. Nous signalons que, lorsqu'une bourse n'offre la négociation que sur les titres qui y sont cotés (y compris les titres intercotés), il n'est peut-être pas nécessaire d'imposer ces obligations supplémentaires, qui seraient plus pertinentes pour la bourse où se négocient également des titres uniquement inscrits à la cote d'une autre bourse (parfois appelés « autres titres négociés » sur les bourses canadiennes).

iii) Processus de fixation du seuil de part de marché et de désignation des marchés protégés

Nous proposons que le calcul du seuil de part de marché et la désignation des marchés, ou de leurs marchés ou mécanismes, dont les ordres affichés seraient protégés (c'est-à-dire ceux qui atteignent ou dépassent le seuil ainsi que certaines bourses d'inscription) se fassent annuellement. Les ACVM s'en chargeront, assistées de l'OCRCVM. Une liste des marchés protégés (y compris les bourses reconnues dont seuls les titres qui y sont inscrits à la cote seront protégés) serait publiée sur les sites Web des autorités en valeurs mobilières et de l'OCRCVM.

Nous proposons aussi de donner aux participants au marché et aux marchés un délai d'environ trois mois après la publication de la liste annuelle pour ajuster leurs processus opérationnels en fonction du changement de qualité des marchés protégés et non protégés, après quoi la liste prendra effet⁵³. Nous proposons une période de protection d'un an, sous réserve du renouvellement annuel, pour réduire les coûts subis par les courtiers et les fournisseurs de services et éviter la confusion qu'une désignation plus fréquente des marchés protégés (par exemple mensuelle ou trimestrielle) pourrait susciter chez les investisseurs.

Nous comptons également publier l'information sur les critères et le processus d'établissement du seuil, y compris les périodes visées par le calcul ainsi que la date de prise d'effet et la durée de validité des listes publiées.

iv) Modification des critères ou du processus d'établissement du seuil

Nous précisons que dans les projets de modifications de l'article 1.1.3 de l'Instruction générale 23-101, nous indiquons que le seuil de part de marché sera surveillé et examiné. Comme le marché continuera d'évoluer, nous examinerons ces données en continu pour veiller à ce qu'au moins 85 à 90 % du volume et de la valeur des opérations sur les ordres passifs affichés soient enregistrés sur des marchés protégés, et nous apporterons les modifications appropriées. Le secteur sera informé des modifications suffisamment à l'avance.

v) Mise en œuvre initiale

Nous faisons remarquer que d'autres marchés visibles pourraient entrer en activité avant la mise en œuvre des modifications du RPO et afficher des ordres protégés par le régime qui pourraient ne plus être considérés comme tels une fois les modifications en vigueur. Nous pourrions envisager de ne pas appliquer le régime à ces marchés visibles, compte tenu de la situation.

⁵³ À titre d'exemple, si le seuil est calculé en fonction de la part de marché des opérations du 1^{er} janvier au 31 décembre, la liste pourrait être publiée le 15 janvier et prendre effet le 1^{er} avril.

- Question 1 :** À votre avis, les mesures proposées pour établir le seuil de part de marché, notamment les types d'opérations qui doivent entrer dans le calcul ou en être exclues ainsi que la pondération en fonction du volume et de la valeur, sont-elles appropriées? Veuillez décrire toute solution de remplacement.
- Question 2 :** Un seuil de part de marché de 5 % est-il approprié? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse.
- Question 3 :** Le seuil de part de marché proposé contribuera-t-il à garantir un niveau de protection appropriée des ordres affichés? À cet égard, la cible d'au moins 85 à 90 % du volume et de la valeur des opérations ajustées contribuera-t-elle à atteindre cet objectif?
- Question 4 :** Le seuil de part de marché proposé aurait-il une incidence sur la concurrence entre les marchés dans l'environnement actuel et pour les nouveaux venus? Veuillez fournir des explications.
- Question 5 :** Convient-il qu'une bourse d'inscription qui n'atteint pas le seuil de part de marché soit considérée comme un marché protégé pour les titres qui y sont inscrits à la cote? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse.
- Question 6 :** Si les projets de modifications sont approuvés, les bourses devraient-elles être obligées de donner accès séparément à la négociation et aux données de marché sur les titres qui y sont inscrits à la cote et ceux qui n'y sont pas? Veuillez fournir des détails.
- Question 7 :** Que pensez-vous de l'échéancier envisagé pour le calcul de la part de marché et la désignation des marchés protégés?
- Question 8 :** Quelles exceptions faudrait-il prévoir pour les courtiers qui entrent en activité pendant la période de préavis de transition et qui, pour respecter le RPO, souhaitent accéder à un marché qui n'atteint plus le seuil?
- Question 9 :** Selon vous, la mise en œuvre le régime de « marché protégé » poserait-elle des problèmes?
- Question 10 :** Si les projets de modifications sont adoptés, quelle devrait être la période de transition pour la mise en œuvre initiale du régime de seuil et pourquoi?

2. Répercussions sur les notions de « meilleur cours acheteur », de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours » en vertu des RUIIM

À notre avis, la mise en œuvre des modifications du RPO nécessiterait de modifier les RUIIM pour garantir la clarté et la cohérence avec la version révisée. Il faudrait notamment modifier les RUIIM pour redéfinir les expressions « meilleur cours acheteur », « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours » afin de faire le lien avec les meilleures offres d'achat et de vente *protégées* affichées sur l'ensemble des marchés *protégés*. Le meilleur cours acheteur, le meilleur cours vendeur et le meilleur cours seraient ainsi calculés en fonction des « ordres protégés »⁵⁴ au meilleur cours consolidés, sans tenir compte des ordres affichés sur les marchés non protégés. Selon nous, la formation des cours devrait demeurer efficiente et les meilleurs cours consolidés sur tous les marchés protégés devraient correspondre aux meilleurs cours sur l'ensemble des marchés visibles (protégés et non protégés).

Nous reconnaissons que redéfinir la notion de meilleur cours prévue par les RUIIM pour tenir compte des meilleures offres d'achat et de vente protégées pour l'application du RPO pourrait ne pas permettre d'atteindre pleinement les objectifs des dispositions pertinentes des RUIIM (par exemple, les obligations d'exécution au meilleur cours ou les exceptions prévues par les règles relatives à la diffusion des ordres et à la liquidité invisible). Nous estimons toutefois que cette démarche est appropriée pour atténuer d'autres complications et incohérences qui pourraient survenir si les notions de « meilleur cours acheteur », de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours » prévues par les RUIIM étaient différentes de celle de « meilleur cours » pour l'application du RPO. Nous comptons, de concert avec l'OCRCVM, surveiller l'écart entre les meilleurs cours sur les marchés non protégés et les marchés protégés pour établir s'il faut modifier notre démarche.

Nous faisons remarquer que d'autres modifications des RUIIM pourraient s'avérer nécessaires pour faciliter la mise en œuvre des modifications du RPO. L'OCRCVM publie des propositions de modifications pour consultation parallèlement à la publication du présent avis. Prière de se reporter à l'Avis sur les règles 14-0124 de l'OCRCVM.

3. Les marchés figés et croisés

Avec les projets de modifications du RPO, les dispositions relatives aux marchés figés et croisés nécessitent aussi des modifications. Nous sommes toujours d'avis que les dispositions empêchant de figer et de croiser les marchés intentionnellement sont appropriées pour renforcer la confiance des investisseurs et l'efficacité du marché. Cependant, imposer un seuil de part de marché pour l'application du RPO sans modifier ces dispositions forcerait les participants à n'accéder aux marchés que pour empêcher les marchés figés et croisés, bien qu'ils n'y soient pas tenus pour respecter le RPO. Cela irait à l'encontre de nos objectifs.

⁵⁴ Au sens du Règlement 23-101.

En conséquence, nous proposons de limiter l'application des dispositions sur les marchés figés et croisés aux ordres protégés. Les participants pourraient toujours saisir sur les marchés protégés des ordres qui figent ou croisent les ordres affichés sur un marché non protégé. Il en résulterait une augmentation des cas de marchés figés et croisés sur tous les marchés visibles, mais nous estimons qu'il s'agit d'un équilibre raisonnable entre les objectifs réglementaires importants de l'interdiction et l'objectif d'atténuation de certains coûts et inefficiences du RPO sous sa forme actuelle.

Nous signalons que le marché figé et croisé par un ordre protégé qui fige ou croise un ordre affiché sur un marché non protégé ne durerait pas longtemps, car les obligations empêcheraient toujours de saisir intentionnellement d'autres ordres pour figer ou croiser l'ordre protégé.

Question 11 : Selon vous, la démarche proposée en matière de marchés figés et croisés est-elle appropriée? Dans la négative, veuillez proposer une solution de rechange.

4. Obligations de meilleure exécution et communication d'information

i) Les courtiers réalisant la meilleure exécution

En imposant un seuil de part de marché pour l'application du RPO, les projets de modifications offrent aux participants au marché la possibilité d'évaluer s'ils doivent accéder ou non aux ordres affichés sur les marchés en dessous du seuil. Nous nous attendons à ce que cette évaluation fasse intervenir des considérations liées aux obligations de meilleure exécution. Nous reconnaissons qu'il est plus complexe et difficile de réaliser la meilleure exécution dans un contexte de multiplicité des marchés. Les courtiers doivent évaluer régulièrement et rigoureusement leurs pratiques, la conjoncture du marché et les besoins de leurs clients pour choisir les marchés où il convient de négocier. Ni les obligations de meilleure exécution prévues par le Règlement 23-101 ni les RUIM n'obligent tous les participants au marché à accéder à la négociation sur tous les marchés : cette décision doit être prise en vue de réaliser l'exécution aux conditions les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances. Nous ne jugeons donc pas qu'il faille dicter les pratiques en matière de meilleure exécution ni prévoir de liste de contrôle. Les courtiers ont tous un modèle d'entreprise et des clients différents. Pour réaliser la meilleure exécution, nous pensons qu'ils doivent disposer de la souplesse nécessaire pour trouver la formule qui leur convient en fonction de ces particularités. Il se peut que les divers secteurs d'activité ou pupitres de négociation aient des politiques et procédures légèrement différentes, ce qui est tout à fait approprié, selon nous, puisque les différents clients peuvent avoir des besoins particuliers.

Ceci dit, nous sommes d'avis qu'il convient de fournir des indications supplémentaires sur la manière d'établir des politiques et procédures en matière de meilleure exécution. Nous avons donc modifié et augmenté les indications figurant dans l'Instruction générale 23-101 pour indiquer que le courtier qui prend la décision d'accéder ou non à

la négociation sur un marché donné, y compris un marché non protégé, devrait se demander si cela aura une incidence sur sa capacité de réaliser la meilleure exécution pour ses clients. L'objectif est de donner aux courtiers davantage de souplesse pour prendre les meilleures décisions pour leurs clients.

Les indications proposées précisent également que nous nous attendons à ce que les politiques et procédures documentées en matière de meilleure exécution indiquent les motifs des décisions d'accès aux marchés et à ce que ces motifs soient évalués au moins une fois par an pour déterminer s'ils sont toujours raisonnables, voire plus souvent, au besoin, en raison de l'évolution de l'environnement de négociation et de la structure du marché. Nous avons aussi indiqué plusieurs facteurs à prendre en considération dans ces décisions, notamment la fréquence à laquelle les ordres au meilleur cours sont disponibles sur un marché, la taille et la profondeur des cotations, les volumes négociés, l'impact potentiel sur le marché dans son ensemble et la part de marché.

Nous avons aussi précisé que ce qui constitue la « meilleure exécution » dépend des circonstances et s'évalue selon le critère des « efforts raisonnables ». Nous avons réitéré que les obligations de meilleure exécution ne s'appliquent pas à un ordre à la fois, mais qu'il s'agit d'une obligation de se doter de politiques et de procédures afin de réaliser la meilleure exécution en fonction des circonstances, de la conjoncture du marché et des besoins des clients.

Pour respecter le critère des « efforts raisonnables », le courtier devrait pouvoir démontrer qu'il a mis en place et respecté des politiques et procédures *i)* l'obligeant à suivre les instructions du client et les objectifs fixés et *ii)* établissant le processus qu'il a conçu pour atteindre l'objectif de la meilleure exécution.

Nous précisons qu'étant donné que de nombreux participants au marché sont dispensés des obligations prévues par le Règlement 23-101 puisqu'ils sont assujettis aux RUIIM, nous nous attendons à ce que des modifications analogues des indications sur la meilleure exécution soient apportées aux politiques et orientations des RUIIM.

Question 12 : Les indications fournies sont-elles suffisantes pour apporter des éclaircissements tout en préservant la souplesse pour les courtiers? Dans la négative, quelles modifications faudrait-il envisager?

ii) Information communiquée par les courtiers aux clients

Dans un environnement de négociation complexe, il importe que les clients puissent comprendre comment les courtiers traitent et acheminent leurs ordres. Ils ont besoin de cette information pour prendre des décisions éclairées concernant l'utilisation des services de leur courtier. Afin d'en favoriser la communication, nous proposons d'imposer aux courtiers de nouvelles obligations d'information sur leurs politiques en matière de meilleure exécution. L'information requise portera sur la clarté du traitement

et de l'acheminement des ordres ainsi que sur les conflits d'intérêts potentiels qui pourraient survenir en raison de la propriété ou des frais et influencer sur les décisions de traitement et d'acheminement. Le projet d'article 4.4 du Règlement 23-101 prévoit ces obligations. Les projets de modifications de l'Instruction générale 23-101 donneront aussi des indications sur le niveau d'information à fournir.

Certains éléments d'information généraux qu'il est proposé d'exiger des courtiers concernent tous les titres, tandis que d'autres éléments d'information plus détaillés portant sur leurs pratiques en matière de traitement et d'acheminement des ordres ne concernent que les titres cotés, à l'exception des options. Compte tenu des obligations de meilleure exécution et des restrictions en matière de négociation qui sont imposées aux courtiers autres que des courtiers en placement ou qui sont envisagées, les obligations d'information proposées s'appliquent, dans les faits, aux courtiers en placement. Nous n'envisageons pas d'obligations d'information en matière de meilleure exécution pour les conseillers à ce stade.

Nous faisons remarquer que les obligations d'information des courtiers en matière de meilleure exécution avaient été proposées en 2007 et en 2008⁵⁵, mais qu'il avait été décidé de ne pas donner suite à l'époque. Nous estimons qu'il est approprié de proposer certains éléments d'information pour les courtiers à ce stade parce que les modifications du RPO pourraient susciter des incertitudes chez les clients en ce qui concerne le traitement et l'acheminement de leurs ordres dans le contexte de marchés non protégés.

Question 13 : Selon vous, l'information que les courtiers doivent communiquer à leurs clients est-elle appropriée?

Question 14 : Si les projets de modifications sont adoptés, quelle devrait être la période de transition pour les obligations d'information proposées et pourquoi?

5. Données consolidées

L'*Avis 21-309 du personnel des ACVM, Agence de traitement de l'information sur les valeurs mobilières inscrites en bourse autres que les options*⁵⁶ indiquait qu'une agence de traitement de l'information était nécessaire pour deux raisons :

« *Premièrement*, elle répond à la question de la fragmentation de l'information relative aux titres cotés et se négociant sur plusieurs marchés à la fois et procure aux investisseurs et aux participants aux marchés au moins une source de données consolidées sur ces titres. *Deuxièmement*, elle aide les participants aux marchés à exécuter leurs obligations réglementaires dans un

⁵⁵ Voir l'*Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc. sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés*, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 4 n° 16, p. 297, et l'*Avis de consultation, Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 5 n° 41, p. 216.

⁵⁶ Publié le 12 juin 2009 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 6 n° 23, p. 262.

contexte de multiplicité des marchés. Elle assure la disponibilité de données consolidées conformes à la réglementation et pouvant servir aux utilisateurs pour démontrer leur conformité à certaines obligations réglementaires, et aux autorités de réglementation pour en évaluer le respect, notamment en matière de meilleure exécution, de vente à découvert et de « meilleurs cours » ou de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. » [Nos italiques.]

Le personnel estime encore que l'agence de traitement de l'information devrait fournir les données consolidées de tous les marchés des titres de capitaux propres, y compris les marchés non protégés, pour atteindre les objectifs susmentionnés. Cependant, compte tenu des projets de modifications du RPO, l'agence de traitement de l'information pourrait avoir à modifier ses méthodes de consolidation et de distribution des données pour permettre aux clients de distinguer les données en provenance des marchés protégés et non protégés, et de discerner les ordres affichés au meilleur cours qui sont protégés. Nous discuterons de cette question avec l'agence de traitement de l'information de la TSX pour voir quelles modifications sont nécessaires avant la mise en œuvre des modifications du RPO.

Question 15 : Faut-il modifier les produits de données consolidées de l'agence de traitement de l'information si les modifications du RPO sont mises en œuvre? Dans l'affirmative, quelles modifications sont nécessaires et comment faudrait-il les mettre en œuvre?

B. Les frais de négociation

Lors de l'examen du RPO et de façon générale, les participants ont exprimé des préoccupations au sujet des frais de négociation, notamment en ce qui concerne la mise en œuvre du régime, et surtout ses répercussions sur leurs coûts de négociation active, étant donné qu'il les oblige à exécuter des opérations contre les meilleurs ordres affichés, sans égard aux frais facturés par le marché en cause. Ils ont exprimé d'autres préoccupations, indépendantes du RPO, mais liées au barème de frais de négociation prédominant sur les marchés canadiens, le barème teneur-preneur. Ils ont notamment déclaré, comme nous l'avons vu, que le barème nuit à la transparence des cours, offre des incitatifs inappropriés, se traduit par une intermédiation excessive et entraîne des conflits d'intérêts difficiles à gérer.

Lorsque le RPO a été proposé, nous avons envisagé de plafonner les frais de négociation, principalement pour garantir que les marchés n'augmenteraient pas leurs frais substantiellement pour tirer parti de ce régime.

Au cours de la consultation, les intervenants ont exprimé des opinions partagées sur la nécessité d'un plafond. Plusieurs étaient d'avis qu'un plafond devrait être fixé, mais ne s'entendaient pas sur le montant. Un intervenant estimait que les ACVM devraient adopter des procédures pour empêcher les marchés d'établir des barèmes de frais qui profitent du RPO en payant d'importants crédits pour obtenir de la liquidité dans l'intention d'exiger des droits élevés pour les ordres acheminés en application du RPO.

D'autres estimaient que les droits ne devraient pas être plafonnés et que la concurrence des marchés réglerait cette question. Dans son rapport, le comité de mise en œuvre du RPO en est arrivé à la conclusion qu'il était souhaitable d'inclure le plafonnement des frais de négociation dans le régime proposé. Bien que ses membres ne s'entendaient pas sur la détermination du plafond, le comité a recommandé aux ACVM d'évaluer la possibilité d'adopter le barème utilisé aux États-Unis, lequel a établi un plafond pour les actions qui se négocient à un cours supérieur à 1 \$ et un plafond sous forme de pourcentage maximal de la valeur de l'opération pour les actions qui se négocient à un cours inférieur à 1 \$. En fin de compte, les ACVM ont décidé de conserver leur démarche fondée sur des principes et de ne pas plafonner les frais de négociation.

Depuis lors, nous avons observé que les marchés se livrent concurrence sur le terrain des frais de négociation et des barèmes. Nous avons également constaté que l'arrivée de nouveaux concurrents entraîne dans un premier temps une baisse des frais. Malgré cela, les marchés sont incités à facturer des frais élevés de négociation active, et les pressions concurrentielles qui devraient atténuer ce problème ne sont pas aussi efficaces dans le contexte d'un RPO.

En réponse aux préoccupations exprimées au sujet de la captivité des clients et des frais élevés, nous proposons de plafonner les frais de négociation à brève échéance. Nous comptons également réaliser une étude pilote pour vérifier les répercussions d'une interdiction de payer des rabais sur les frais de négociation.

1. Description de la proposition en matière de frais de négociation

- Plafonner les frais de négociation active sur les titres de capitaux propres et les fonds négociés en bourse à la mise en œuvre des modifications du RPO, comme suit :
 - 0,0030 \$ par action ou part dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus;
 - 0,0004 \$ par action ou part dont le cours s'établit à moins de 1 \$.
- Réaliser une étude pilote sur l'interdiction pour les marchés de payer des rabais sur un échantillon de titres.

i) Plafonnement des frais de négociation active

En réponse aux préoccupations exprimées sur le fait que les marchés facturent des frais de négociation active élevés à leurs clients captifs, nous proposons de plafonner ces droits pour toute négociation de titres de capitaux propres et de parts de fonds négociés en bourse (FNB) aux enchères en continu (désignés ensemble comme les **titres inclus**). Le plafond proposé pour les opérations sur titres inclus dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus est de 30 mills, soit 0,0030 \$, par action ou part négociée, ce qui correspond au plafond en vigueur aux États-Unis. Pour les opérations sur titres inclus dont le cours s'établit à moins de 1 \$, le plafond proposé est de 4 mills, soit 0,0004 \$, par action ou part négociée, ce qui correspond aux frais de négociation active les plus élevés qui soient facturés actuellement sur le marché canadien pour les opérations sur

titres inscrits à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX. Les plafonds entreraient en vigueur à la mise en œuvre des modifications du RPO. Ils sont prévus au nouvel article 6.6.1 du Règlement 23-101.

Nous proposons de plafonner les frais de négociation active des titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus au même niveau qu'aux États-Unis sur tous les marchés où ils se négocient. Ce plafond est le montant de référence adopté dans ce pays pour l'application d'obligations analogues de protection des ordres. En comparant les niveaux actuels des frais de négociation active de titres inclus dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus aux enchères en continu, nous constatons que la plupart des marchés facturent des frais légèrement inférieurs. Nous estimons toutefois qu'au cours du dernier trimestre 2013, les frais de négociation active payables sur environ 40 % du volume total négocié de titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus auraient dépassé le plafond proposé^{57,58}. Nous reconnaissons que certains jugent ce plafond élevé aux États-Unis. Nous l'employons parce qu'il s'agit d'un montant de référence établi et signalons que nous prévoyons des mesures supplémentaires relativement aux paiements de rabais (voir ci-dessous). Nous jugeons préférable de nous attarder à la conception de l'étude pilote envisagée et de la mesure de ses résultats, plutôt qu'à l'attribution d'un autre chiffre à des plafonds qui sont d'abord conçus comme des mesures provisoires.

En ce qui concerne le plafonnement des frais de négociation active des titres inclus dont le cours s'établit à moins de 1 \$, nous avons également envisagé d'utiliser le plafond américain, soit 0,3 % de la valeur négociée. Nous avons cependant constaté, en comparant les frais facturés actuellement par les marchés pour ces titres, qu'ils sont déjà souvent bien inférieurs à ce qui serait demandé si le plafond américain était appliqué⁵⁹. En outre, nous estimons qu'au cours du dernier trimestre 2013, les droits payables sur seulement environ 6 % du volume total négocié de titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$ auraient dépassé ce plafond⁶⁰. En conséquence, nous doutons de la pertinence d'adopter un plafond analogue à ce stade pour les opérations sur les titres inclus dont le cours est inférieur à 1 \$. Nous doutons aussi du bien-fondé d'un plafond en pourcentage de la valeur négociée, étant donné que, selon les pratiques actuelles, la facturation des opérations sur titres inclus se fait par action ou par part. Nous avons donc conclu qu'il serait approprié que tout plafond imposé pour les titres inclus dont le cours s'établit à moins de 1 \$ soit fixé au taux le plus élevé qui soit facturé

⁵⁷ Ce chiffre de 40 % n'est représentatif que de la négociation de titres de capitaux propres aux enchères en continu, parce qu'aucun marché visible ne facturait de droits dépassant le plafond proposé pour la négociation de parts de FNB aux enchères en continu. Par ailleurs, il ne concerne que les opérations aux enchères en continu qui portent sur des ordres passifs affichés qui auraient bénéficié du RPO actuel. Il s'agit d'un pourcentage du volume total négocié sur tous les marchés, qui comprend les enchères en continu ou non ainsi que les opérations qui ne portent pas sur des ordres passifs affichés.

⁵⁸ Nous faisons également remarquer que les marchés touchés pourraient ajuster les rabais qu'ils offrent pour maintenir leurs profits par opération.

⁵⁹ À titre d'exemple, par comparaison au plafond américain de 0,3 % de la valeur négociée, sur la base des droits facturés actuellement pour les titres de moins de 1 \$ sur la TSX et la Bourse de croissance TSX, le plus qui serait facturé par ces marchés en pourcentage de la valeur négociée serait 0,075 % pour les titres dont le cours s'établit entre 0,10 \$ et 0,99 \$, et 0,25 % pour les titres dont le cours s'établit entre 0,01 \$ et 0,09 \$. Certains autres marchés, comme Omega ATS et CX2 Canada ATS, payent des rabais au côté actif des opérations sur les titres de moins de 1 \$.

⁶⁰ Cette estimation est similaire à celle concernant les titres de plus de 1 \$. Voir la note 57.

à l'heure actuelle pour les titres inscrits à la cote soit de la TSX, soit de la Bourse de croissance TSX⁶¹, c'est-à-dire 4 mills ou 0,0004 \$ par action ou part négociée.

Nous faisons remarquer qu'en vertu d'un RPO révisé, certains marchés visibles n'auront peut-être pas de clients captifs. Nous proposons tout de même d'appliquer les plafonds des frais de négociation active uniformément à tous les marchés visibles pour des raisons d'équité. Nous le proposons également pour faire en sorte que les frais demandés et les rabais offerts par des marchés non protégés ne soient pas à des niveaux encourageant des activités de négociation inappropriées, ce qui pourrait altérer l'intégrité du marché. Nous réitérons qu'il s'agit d'une mesure provisoire que nous adoptons dans l'attente d'une solution durable pour les frais de négociation.

Nous ne proposons pas non plus de plafonner les frais sur les négociations qui ne se font pas aux enchères en continu ni sur les titres cotés autres que des titres de capitaux propres⁶² comme les droits de souscription, les bons de souscription, les obligations non garanties et les billets (les **titres exclus**). Nous précisons que, dans les négociations qui ne se font pas aux enchères en continu, par exemple lorsqu'elles se font au moyen d'un mécanisme déterminant le cours d'ouverture ou de clôture, les ordres ne sont généralement pas protégés par le RPO. En ce qui concerne les opérations sur titres exclus, nous signalons que les barèmes actuels affichent une tendance à s'écarter des frais standards par action ou par part généralement appliqués aux titres inclus et que les volumes négociés de ces titres sont généralement bien plus faibles que les volumes de titres de capitaux propres. Nous notons également que, dans le cadre de nos consultations sur le RPO, nous n'avons pas entendu beaucoup de préoccupations au sujet des frais de négociation active facturés pour ces titres. Bien que nous ne proposons pas de plafonds pour les titres exclus, nous continuerons de soumettre à un processus d'analyse et d'approbation les changements de droits proposés par les marchés pour ces titres afin de nous assurer qu'ils sont raisonnables (dans les territoires où l'examen ou l'approbation est exigé)⁶³. Enfin, nous continuerons de surveiller ces droits pour établir s'il est nécessaire de la plafonner.

Question 16 : Selon vous, les plafonds de frais de négociation proposés comme mesure provisoire sont-ils appropriés? Veuillez décrire toute solution de rechange.

Question 17 : Si les projets de modifications sont adoptés, quelle devrait être la période de transition pour les plafonds de frais de négociation proposés et pourquoi?

⁶¹ En 2013, les opérations sur titres inscrits à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX représentaient plus de 99 % du volume et de la valeur des opérations sur titres cotés, à l'exception des options.

⁶² Nous réitérons que le plafond s'appliquerait aussi aux FNB.

⁶³ Le paragraphe 2 de l'article 3.2 du Règlement 21-101 exige le dépôt des modifications à l'information sur les droits fournie conformément aux Annexes 21-101A1 et 21-101A2. Les indications figurant au paragraphe 5 de l'article 7.1 de l'Instruction générale 21-101 précisent que les règles d'accès prévues à l'article 5.1 du Règlement 21-101 s'appliquent aux droits. Compte tenu de ces obligations, les frais de négociation facturés par les marchés font l'objet d'un examen et d'une approbation en Ontario ainsi qu'en Colombie-Britannique et en Alberta en ce qui concerne les droits facturés par la Bourse de croissance TSX. Au Québec, ces droits font l'objet d'un examen.

ii) Interdiction de paiements de rabais par les marchés

Dans le cadre de l'examen du RPO et des frais, nous avons étudié d'autres mesures pour gérer les frais de négociation et répondre aux préoccupations exprimées au sujet du barème teneur-preneur. À notre avis, les paiements de rabais par les marchés ou toute autre entité modifient le comportement des participants au marché de telle sorte qu'ils peuvent contribuer à la fragmentation ou à la segmentation des flux d'ordres, dénaturer les intentions qui président aux décisions d'investissement ou de négociation et entraîner chez les courtiers des conflits d'intérêts inutiles et difficiles à gérer en matière d'acheminement.

Qui plus est, compte tenu de la nature de la fourniture de liquidité et de la concentration du flux d'ordres passifs sur des titres qui sont déjà considérés comme très liquides, nous doutons du bien-fondé d'un barème de frais qui peut pousser les participants au marché ayant des ordres négociables à payer des frais pour l'activité d'un intermédiaire à court terme, alors que l'intermédiation n'est peut-être pas nécessaire.

Nous comptons réaliser une étude pilote sur l'impact d'une interdiction de la pratique des marchés consistant à payer des rabais. Durant l'étude, les marchés ne pourront pas consentir de rabais aux côtés actif ou passif des opérations sur les symboles inclus dans l'échantillon (voir ci-dessous).

À notre avis, cette étude pilote s'impose en raison des craintes qu'une interdiction de payer des rabais ne présente des risques pour la liquidité, si les fournisseurs de liquidité passive actuels réduisaient leur activité ou quittaient le marché. Ce risque pèse tout particulièrement sur les titres intercotés aux États-Unis. Nous reconnaissons cependant que certains des participants qui bénéficient le plus des rabais dans l'exécution de leurs stratégies de négociation participent aussi aux marchés qui ne paient pas de rabais et qu'ils ajusteront probablement leurs pratiques de négociation⁶⁴.

L'interdiction des rabais pourrait aussi avoir un effet plus marqué sur les coûts d'opérations sur les ordres négociables des investisseurs si les écarts augmentent pour compenser l'absence de rabais⁶⁵. Cependant, l'augmentation des écarts pourrait représenter une occasion, pour les investisseurs, de combler leurs ordres à cours limité passifs au cours demandé au lieu de « traverser l'écart ».

Nous entendons collaborer avec des universitaires à la conception de l'étude pilote et des mesures de ses résultats. Nous publierons ultérieurement une demande de propositions. Nous sommes ouverts à la discussion sur le calendrier, mais nous souhaitons d'emblée lancer l'étude environ six mois après la mise en œuvre des modifications du RPO. Ce délai donnera aux participants le temps de s'ajuster au

⁶⁴ Nous notons par exemple que, selon le rapport de l'OICV de décembre 2013 susmentionné, *Trading Fee Models and their Impact on Trading Behaviour*, le barème de frais teneur-preneur ou teneur-preneur inversé est généralement appliqué aux opérations sur titres de capitaux propres et non aux opérations sur dérivés. Il semble que la forme la plus courante de barème de frais sur les marchés de dérivés soit symétrique. Le rapport indique aussi qu'en Australie, il n'existe pas de barème de frais teneur-preneur ou teneur-preneur inversé sur les marchés des titres de capitaux propres. Il indique enfin que tous les grands marchés européens n'offrent pas ce type de barème.

⁶⁵ En raison d'un ajustement pour la perte des rabais ou d'une réduction de la liquidité passive.

nouveau RPO et d'apporter les modifications techniques tout en permettant aux marchés d'ajuster leurs frais ou leurs barèmes de frais de négociation des titres à l'étude.

Pour qu'une étude théorique fructueuse puisse être menée sur un échantillon et un groupe témoin, il sera nécessaire de constituer un échantillon suffisant, qui se composera probablement d'un tiers ou de la moitié des titres cotés. L'objectif est de faire en sorte qu'un échantillon représentatif de types et de catégories de symboles soit sélectionné (par exemple, cours, profil de liquidité, secteur, indice, etc.) aux fins de comparaison avec le groupe témoin. Nous évaluerons aussi la durée appropriée de l'étude, qui pourrait aller de six mois à un an.

Question 18 : Faut-il prendre des mesures relativement aux paiements de rabais? Veuillez fournir des explications.

Question 19 : Que pensez-vous d'une étude pilote sur l'interdiction de payer des rabais? Quelles difficultés pourrait-elle soulever et quelles mesures pourrait-on prendre pour les pallier?

Question 20 : Faudrait-il inclure tous les types ou toutes les catégories de titres dans l'étude pilote (dont les titres intercotés)? Veuillez fournir des explications.

Question 21 : Quand l'étude pilote devrait-elle commencer? Convient-il de prévoir un certain délai après la mise en œuvre des modifications du RPO ou de commencer l'étude simultanément (peut-être avec un chevauchement entre la mise en œuvre des modifications et l'étude)? Veuillez fournir des explications.

Question 22 : Quelle serait la durée appropriée de l'étude pilote et pourquoi?

iii) Crédits possibles pour les teneurs de marché

Nous faisons également remarquer qu'il pourrait être raisonnable de continuer à n'accorder de rabais ou de crédits qu'aux teneurs de marché à titre de rémunération pour l'exécution de leurs obligations de fournir de la liquidité. Dans ces circonstances, nous nous demandons si ces rabais ou crédits devraient être limités à un montant qui compense les frais de négociation facturés pendant une période donnée (par exemple chaque mois), de sorte que les teneurs de marché ne seraient jamais payés pour exécuter des opérations, déduction faite de leurs frais de négociation (c'est-à-dire que les rabais ou crédits ne pourraient être appliqués qu'en réduction des frais à zéro chaque mois, mais qu'aucun rabais ou crédit supplémentaire obtenu au cours du mois ne pourrait être payé).

Question 23 : Si les rabais étaient interdits, serait-il approprié de continuer à en accorder aux teneurs de marché et, le cas échéant, dans quelles circonstances?

iv) Paiement du flux d'ordre par des intermédiaires

Comme le paiement des rabais par les marchés, le paiement du flux d'ordres par des intermédiaires peut fausser les comportements et dénaturer les motivations à négocier. À notre avis, des conflits de cet ordre se produisent aussi chez les courtiers qui reçoivent des paiements pour les flux d'ordres acheminés à un intermédiaire⁶⁶. Nous garderons ces questions à l'esprit.

C. Droits relatifs aux données de marché

1. Description de la proposition en matière de droits relatifs aux données de marché

- Mettre en œuvre une méthode transparente d'évaluation de la valeur relative des données de marché en temps réel fournies par chaque marché à ses abonnés professionnels pour surveiller les frais facturés à ces derniers.
- Obliger les marchés à soumettre annuellement pour examen et approbation les droits relatifs aux données de marché facturés à leurs abonnés professionnels et à les justifier par rapport aux résultats obtenus au moyen de la méthode d'évaluation de la valeur relative.
- Envisager de prendre d'autres mesures pour réglementer les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés non professionnels, y compris un plafond ou une méthode d'évaluation distincte.

Nous discutons depuis plusieurs années des questions soulevées par les droits relatifs aux données de marché. Les principales préoccupations exprimées par les participants, notamment à l'occasion de nos récentes entrevues, sont évoquées dans le document sur les droits relatifs aux données. Il s'agit notamment de ce qui suit :

- les droits relatifs aux données de marché sont trop élevés;
- les coûts globaux des données ont augmenté substantiellement parce que davantage de marchés visibles les facturent;
- les droits relatifs aux données de marché ne sont pas soumis à une concurrence suffisante pour en contrôler les niveaux facturés;
- les participants sont captifs des droits facturés pour les données de marché s'ils en ont besoin pour remplir leurs obligations réglementaires (surtout le RPO et les obligations de meilleure exécution).

⁶⁶ Nous faisons remarquer que l'article 7.5 des RUIIM a pour effet d'empêcher un courtier membre de l'OCRCVM qui est un participant en vertu de celles-ci d'effectuer un paiement pour un flux d'ordres.

En outre, nous avons discuté du niveau de transparence de l'examen réglementaire des droits relatifs aux données de marché.

Plusieurs solutions ont été évoquées dans le document sur les droits relatifs aux données. Elles ont recueilli des appuis à différents niveaux. Comme il est indiqué dans l'*Avis 21-312 du personnel des ACVM, Le point sur le Document de consultation 21-401, Droits relatifs aux données de marché en temps réel (le point sur les droits relatifs aux données)*⁶⁷, seules les deux options suivantes exposées dans le document sur les droits relatifs aux données ont recueilli l'appui de certains intervenants : 1) le plafonnement des droits relatifs aux données de marché en temps réel exigés par les marchés existants ou nouveaux jusqu'à ce qu'ils atteignent un niveau d'activité établi⁶⁸ et 2) la publication pour consultation des propositions sur les droits relatifs aux données et des modifications aux barèmes de frais⁶⁹. Il est également indiqué dans le point sur les droits relatifs aux données qu'il faut étudier d'autres solutions puisqu'aucune des options ne répond aux préoccupations entourant les droits actuellement exigés par les marchés qui sont supérieurs au « niveau d'activité » établi conformément à la première option susmentionnée. Il indique enfin que l'examen des droits relatifs aux données de marché continuera dans le cadre de l'examen du RPO, compte tenu du lien entre ces deux questions.

Si les modifications du RPO proposées sont mises en œuvre, nous ne jugeons pas nécessaire de limiter ou de restreindre directement la facturation de droits relatifs aux données de marché par les marchés nouveaux ou existants qui n'atteignent pas le niveau d'activité établi. À notre avis, de telles limites ou restrictions seront inutiles, du fait que la mise en œuvre des modifications du RPO offrira aux courtiers la souplesse d'acheter ou non des données des marchés qui n'atteignent pas le seuil de part de marché.

Nous reconnaissons néanmoins que les modifications du RPO ne régleraient pas le problème de la captivité des clients envers les marchés qui dépassent le seuil de part de marché. Qui plus est, il ressort des travaux menés jusqu'à ce jour qu'il y a lieu de resserrer la discipline en matière de coûts des données pour des raisons d'équité et d'efficacité des marchés des capitaux.

Nous proposons par conséquent une démarche qui vise, au moyen d'une méthode d'évaluation de la valeur relative, à ce que les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés professionnels demeurent équitables et raisonnables. La méthode sera transparente pour favoriser la transparence du processus d'examen des droits auxquels elle sera appliquée.

Nous envisageons aussi de prendre d'autres mesures pour faciliter la fourniture de données de marché aux utilisateurs non professionnels à un prix correspondant davantage à leur valeur relative pour eux.

⁶⁷ Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 10, n° 44, p. 1642.

⁶⁸ Cette option a remporté l'adhésion des marchés et des participants au marché, mais certains petits marchés s'y sont opposés.

⁶⁹ Cette option a reçu l'appui des associations sectorielles et d'un participant au marché.

i) Utilisation de la méthode pour surveiller les droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels

Dans le cadre des travaux se rapportant au document sur les droits relatifs aux données, le personnel de la CVMO a commencé à élaborer une méthode plus rigoureuse d'évaluation des droits facturés aux professionnels pour les données à la tête du registre (niveau 1) et à la pleine profondeur du registre (niveau 2). L'objectif était de s'en servir pour faciliter l'examen des modifications de ces droits proposées par les marchés en Ontario. C'est cette méthode que nous proposons d'adopter officiellement pour gérer les questions entourant ces droits qui sont abordées dans le présent avis.

Nous proposons d'obliger tous les marchés des titres de capitaux propres à :

- nous soumettre les droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels annuellement;
- justifier ces droits par rapport aux résultats de l'application de la méthode d'évaluation de la valeur relative.

En Ontario, les bourses reconnues et les SNP sont assujettis à un protocole d'examen et d'approbation de l'information fournie conformément aux Annexes 21-101A1 et A2, y compris les droits⁷⁰. Il est proposé qu'en Ontario ces protocoles soient modifiés pour exiger que les droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels soient approuvés de nouveau chaque année et qu'un avis soit publié pour indiquer la méthode d'évaluation des droits. Compte tenu des différences de démarche dans chaque territoire représenté au sein des ACVM, nous estimons qu'il s'agit de la meilleure façon de mettre en œuvre la méthode. Toutes les bourses et tous les SNP sur lesquels se négocient des titres de capitaux propres au Canada seraient visés, à l'exception de la Bourse de croissance TSX. La Colombie-Britannique et l'Alberta, qui réglementent cette bourse conjointement, étudieront aussi la possibilité d'adopter la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

ii) La méthode d'examen des droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels

Selon la méthode, nous proposons que les marchés soient classés en fonction de leur contribution à la formation des cours et de leur activité de négociation. Des droits estimatifs ou une fourchette de droits estimatifs seraient établis pour chaque marché en fonction de ce classement. Cette méthode instaurerait une démarche cohérente et transparente d'examen des droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels pour tous les marchés qui demandent l'approbation ou une nouvelle approbation de ces droits. Elle réglerait les problèmes entourant ces droits, qu'ils soient attribuables à l'application du RPO ou au manque de concurrence. La méthode

⁷⁰ Le protocole standard d'examen et d'approbation actuellement applicable aux bourses reconnues en Ontario peut être consulté au http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/notices_20121004_exchange_protocol.pdf et la version applicable aux SNP au http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/notices_20121004_ats_protocol.pdf.

complète est présentée à l'Appendice A-2 et ses principaux éléments sont résumés ci-après. Le calcul comporte trois étapes. La première consiste à calculer les mesures avant et après les opérations, la deuxième à classer les marchés et la troisième à attribuer des droits estimatifs ou une fourchette de droits estimatifs pour les droits relatifs aux données de marché.

Première étape – Calcul des mesures avant et après les opérations

La première étape consiste à calculer les mesures avant et après les opérations à utiliser dans les formules de classement. Le principe sous-jacent de chacune de ces mesures est qu'il faut récompenser également la contribution à la formation des cours et à la liquidité avant et après les opérations. Voir l'Appendice A-2 pour les détails.

Les mesures avant les opérations proposées récompensent principalement les marchés qui contribuent à la formation des cours (et de la taille) au meilleur cours acheteur et vendeur national sur l'ensemble du marché (tête du registre). Elles ne récompensent aucune autre profondeur à d'autres cours. Pour en rendre compte, nous avons envisagé d'inclure une mesure de la valeur des cinq premiers cours avant les opérations comme indicateur de la profondeur du marché hormis le meilleur cours. Toutefois, nous ne sommes pas convaincus que des mesures de la profondeur du registre produiraient des résultats différents, surtout si elles donnent plus de poids au meilleur cours acheteur et vendeur national ou aux cours proches. Nous avons aussi tenu compte de la complexité supplémentaire qu'entraînerait l'intégration de l'information sur la profondeur du registre dans les calculs. On trouvera un exemple de mesure de la profondeur que nous avons envisagée à l'Appendice A-2.

Deuxième étape – Classement des marchés en fonction de leur part relative des ordres et des mesures des opérations

L'étape suivante consiste à utiliser une combinaison de mesures avant et après les opérations pour classer les marchés en fonction de leur contribution relative à la formation des cours et à la liquidité (selon leur part relative des diverses mesures). Trois méthodes de classement fondées sur différentes mesures sont présentées à l'Appendice A-2. Nous précisons que, malgré les différences de combinaison des mesures ou des pondérations, les essais des trois méthodes ont donné des résultats très proches.

Troisième étape – Attribution de droits estimatifs ou d'une fourchette de droits estimatifs en fonction du classement

Une fois le classement établi, la dernière étape proposée consiste à évaluer la relation entre les droits relatifs aux données de marché existants ou proposés et la part relative des ordres et de l'activité de négociation du marché. Cette étape attribue au marché des droits estimatifs ou une fourchette de droits estimatifs qui rendent compte de sa part relative d'un montant de référence total pour les données de marché en temps réel au Canada (données de niveau 1 et de niveau 2).

À cette fin, nous avons mis deux méthodes à l'essai :

- *Montant de référence canadien* – La première méthode regroupe les droits relatifs aux données de marché facturés par chaque marché dans un « panier » qui est ensuite redistribué en fonction des trois méthodes de classement décrites à l'Appendice A-2. Cette méthode part du principe que le montant total des droits relatifs aux données de marché actuellement facturés par les marchés est raisonnable.
- *Montant de référence international* – La seconde méthode reposerait sur des comparaisons internationales pour déterminer des droits relatifs aux données de marché moyens pour 100 millions de dollars négociés. Cette méthode part du principe que la valeur des données des homologues internationaux est relativement comparable à celle des bourses canadiennes et que la valeur de ces données est relative à celle des titres négociés sur les bourses.

Nous signalons que nous pourrions finalement décider que ces deux méthodes ne conviennent pas. À notre avis, un des principaux éléments de cette proposition est l'établissement et la mise à jour d'un montant de référence approprié à utiliser pour appliquer le modèle de distribution, autrement dit, l'établissement d'une estimation appropriée de droits équitables et raisonnables pour les données de marché en temps réel de niveau 1 et de niveau 2 de tous les marchés du Canada. Nous souhaitons recueillir des commentaires sur tous les aspects de la méthode d'examen proposée des droits relatifs aux données (**l'Appendice A-2 contient des questions précises sur les détails de la méthode**), mais nous précisons qu'il est important de nous soumettre des commentaires détaillés sur la façon d'établir un montant de référence approprié. Nous envisageons d'engager un expert du secteur pour analyser la question et établir ce montant.

Question 24 : La mise en œuvre de la méthode d'examen des droits relatifs aux données réglerait-elle adéquatement les problèmes entourant ces droits ou faut-il envisager d'autres solutions? Veuillez fournir des détails sur toute solution de rechange.

2. Autres mesures à l'étude concernant les droits relatifs aux données de marché

Outre la proposition de mettre en œuvre une méthode officielle, nous étudions des mesures pour répondre aux questions que pourraient soulever les frais de négociation facturés aux utilisateurs non professionnels. Bien qu'il ne soit pas directement lié au RPO, nous jugeons nécessaire de considérer le niveau des droits facturés à ces utilisateurs au Canada pour nous acquitter de notre mandat de favoriser des marchés équitables et efficaces et de renforcer la confiance dans ces marchés, et faire en sorte que les investisseurs aient accès à ces données à un coût raisonnable. Par ailleurs, nous avons indiqué dans le document sur les droits relatifs aux données que nous

examinerions ultérieurement les questions soulevées par ces droits pour les utilisateurs non professionnels⁷¹.

Depuis la publication du document sur les droits relatifs aux données, nous avons comparé les droits facturés aux utilisateurs non professionnels par les bourses d'inscription aux droits facturés aux États-Unis et dans d'autres pays. Il semble que les abonnés non professionnels obtiennent au Canada beaucoup moins de rabais sur les droits facturés aux abonnés professionnels, en pourcentage, que leurs homologues américains et internationaux.

Par exemple, en examinant les rabais généralement accordés sur les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés non professionnels par les marchés canadiens de titres de capitaux propres, nous avons constaté qu'en moyenne ces droits représentent souvent environ 20 % et 40 %, pour les données de niveau 1 et de niveau 2 respectivement, des droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels. En dollars, les droits de chaque marché qui facture actuellement les abonnés non professionnels vont de 2 \$ à 6 \$ par utilisateur mensuellement pour le niveau 1 et de 2 \$ à 36 \$ par utilisateur mensuellement pour le niveau 2.

Bien qu'un rabais soit consenti sur les droits facturés aux utilisateurs de données non professionnels au Canada, les comparaisons internationales révèlent l'existence de rabais plus appréciables. Par exemple, pour acquérir des données en temps réel consolidées de niveau 1 des agences de traitement de l'information aux États-Unis, les utilisateurs non professionnels paient au total 3 \$ par mois, ce qui leur donne accès aux cours et au dernier cours de niveau 1 de toutes les bourses américaines de titres de capitaux propres, soit 1 \$ pour le Network A (titres inscrits à la cote de la NYSE), le Network B (NYSE MKT) et le NASDAQ UTP (titres inscrits à la cote du NASDAQ). Ces taux représentent environ 2 à 5 % des droits facturés par les agences de traitement de l'information aux utilisateurs professionnels pour accéder aux mêmes données.

En Europe, les rabais consentis aux utilisateurs de données non professionnels se traduisent souvent par des droits qui représentent de 1 à 5 % des droits facturés aux abonnés professionnels pour les mêmes données de niveau 1 et de niveau 2, mais qui peuvent être plus élevés au niveau inférieur de programmes à plusieurs niveaux de volume. Cependant, même lorsqu'ils sont plus élevés dans ces programmes, les résultats indiquent toujours que les abonnés non professionnels profitent de rabais plus substantiels sur les droits facturés aux abonnés professionnels que ce n'est généralement le cas au Canada. On trouvera davantage de résultats de notre analyse à l'Appendice A-3.

⁷¹ Dans le cadre de l'examen des droits relatifs aux données de marché pour le document sur les droits relatifs aux données, nous nous sommes penchés sur les droits facturés aux utilisateurs non professionnels au Canada, mais comme leurs besoins en données de marché et l'usage qu'ils en font sont très différents, nous avons jugé que nous ne pourrions pas apporter de réponse adéquate aux préoccupations exprimées par ces deux catégories d'utilisateurs (les professionnels et les non professionnels) dans un seul document. Nous avons donc décidé de remettre à plus tard les travaux sur les droits relatifs aux données facturés aux utilisateurs non professionnels.

Pour réduire cette disparité, nous étudions un plafond qui obligerait les marchés à facturer les abonnés non professionnels à un taux fixé en pourcentage des droits examinés ou approuvés pour ses abonnés professionnels. Nous pourrions aussi utiliser une méthode analogue à celle qui est proposée ci-dessus pour les droits relatifs aux données facturés aux abonnés professionnels.

Question 25 : Avez-vous, à l'égard des droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés non professionnels, des préoccupations auxquelles les autorités en valeurs mobilières devraient répondre? Dans l'affirmative, quelle solution préconisez-vous?

3. Autres options proposées dans le document sur les droits relatifs aux données

Le document sur les droits relatifs aux données envisageait plusieurs options pour régler les problèmes liés à ces droits. Elles tombent dans les catégories suivantes. Nous exprimons notre opinion sur chacune d'elles dans le contexte des projets de modifications.

Plafonner les droits facturés par les marchés pour les données de base – À notre avis, la proposition en matière de droits relatifs aux données met en œuvre une version modifiée de cette option, car elle accroîtra la surveillance des droits facturés aux abonnés professionnels pour les données de niveau 1 et de niveau 2, qui constituent dans la pratique les données de base.

Plafonner les droits relatifs aux données facturés par chaque marché jusqu'à ce qu'il atteigne un seuil de minimis (en rehaussant les plafonds ou non) – Comme nous l'avons vu, nous ne proposons pas de mettre en œuvre un seuil en dessous duquel les marchés ne pourraient pas facturer leurs données. Nous estimons que la mise en œuvre des modifications du RPO assouplirait l'accès aux ordres des marchés non protégés et l'utilisation de leurs listes de données. Les résultats pourraient être assez semblables à ceux obtenus par la mise en œuvre d'un seuil pour les droits relatifs aux données.

Réglementer ou plafonner les droits relatifs aux données consolidées vendues par une agence de traitement de l'information ou un fournisseur de services ou par leur intermédiaire, ou exiger la création d'un service de données fonctionnant selon le principe du recouvrement des coûts – À notre avis, la pleine application de la proposition en matière de droits relatifs aux données permettra probablement d'obtenir certains des avantages de ces options. Nous étudions la possibilité d'exiger la création d'un service de données, mais il s'agit d'un projet à plus long terme, compte tenu de sa complexité et de la nécessité d'apporter des modifications législatives et de prendre de nouveaux règlements dans de nombreux territoires. Entre-temps, si les intervenants du secteur estiment qu'un service de données est le meilleur mécanisme pour gérer les données et leurs coûts, nous les encourageons à s'entendre sur une proposition pour discussion.

Publier les modifications des droits relatifs aux données et des barèmes pour consultation – Nous envisageons toujours cette option. Il pourrait être approprié ou non de publier les droits relatifs aux données et les barèmes pour consultation, selon les circonstances, et nous craignons que les commentaires des intervenants ne portent principalement sur des questions commerciales plutôt que réglementaires. Nous signalons que, lorsque de nouveaux barèmes de frais de négociation ont été proposés, le personnel de la CVMO les a publiés pour consultation dans les cas appropriés. Nous pourrions emprunter une démarche analogue pour les droits relatifs aux données.

IV. SOLUTIONS DE RECHANGE ENVISAGÉES

Pour formuler la démarche proposée dans le présent avis, nous avons étudié des solutions de rechange aux problèmes soulevés. La première aurait uniquement supposé de modifier le RPO. Les options envisagées allaient du resserrement de son champ d'application (par exemple, selon les types ou les catégories de liquidité des titres, les ordres provenant des clients ou non, la taille des ordres ou un seuil de protection) à son abrogation pure et simple et à son remplacement par les obligations de meilleure exécution. L'efficacité de ces options pour régler le problème de la captivité des clients et celui des avantages réglementaires serait tributaire des moyens employés et de la portée du resserrement du champ d'application. Resserrer le champ d'application du RPO aurait toutefois réduit l'importance du régime comme élément fondamental de la réglementation. Se contenter de le modifier n'aurait pas non plus contribué à régler les problèmes liés à la négociation et aux droits relatifs aux données qui sont abordés dans le présent avis.

La deuxième solution consistait à ne pas modifier le RPO et à réglementer plus directement l'accès, la négociation et les coûts des données. Elle aurait eu pour objet de réduire les coûts découlant en partie du régime, mais n'aurait pas permis de régler les problèmes sous-jacents de la captivité des clients et des avantages réglementaires. Elle aurait en revanche permis de régler certains autres problèmes soulevés par la négociation et les droits relatifs aux données dont il est question dans le présent avis. Certaines options envisagées consistaient notamment à plafonner les divers types de frais des marchés, à supprimer les rabais sur les frais de négociation et à fixer des seuils que les marchés auraient dû atteindre pour pouvoir facturer certains droits. D'autres options concernant les droits relatifs aux données, qui sont décrites dans le document sur les droits relatifs aux données et abordées ci-dessus, étaient également sur la table.

La troisième solution, qui combine les deux précédentes, est la démarche proposée dans le présent avis. Comme nous l'avons vu, les modifications proposées du RPO visent à le maintenir comme élément fondamental de notre régime réglementaire, tout en donnant aux courtiers davantage de souplesse pour déterminer s'il convient de négocier sur certains marchés afin de réaliser la meilleure exécution pour leurs clients. Nous essayons ainsi de régler certains problèmes de captivité des clients et d'avantages réglementaires. La démarche proposée vise aussi à régler les problèmes

liés aux frais de négociation qui peuvent survenir dans le contexte du RPO ainsi que d'autres questions relatives aux paiements de rabais par les marchés. La proposition en matière de droits relatifs aux données vise à répondre aux principales préoccupations exprimées, lors de nos consultations, par les intervenants qui ont commenté le document sur les droits relatifs aux données et participé aux entrevues pendant l'examen du RPO.

Question 26 : Les modifications du RPO consistant à introduire un seuil tout en réglant les questions liées aux frais de négociation et aux droits relatifs aux données constituent-elles une bonne façon de régler les problèmes soulevés? Dans la négative, veuillez décrire en détail votre solution de rechange.

Question 27 : Quel impact la démarche proposée devrait-elle avoir sur vous, votre organisation ou vos clients? Le cas échéant, quel impact aurait-elle sur vos coûts?

Question 28 : Par rapport aux autres solutions décrites, la démarche proposée est-elle une manière efficace de soutenir un marché concurrentiel qui encourage les marchés à faire preuve d'innovation? Veuillez fournir des explications.

A. Réglementation des autres frais des marchés ou des questions opérationnelles dans le contexte du RPO

Nous avons également envisagé d'autres options relatives à certains frais des marchés et questions opérationnelles dans le contexte du RPO. Elles se rapportent aux problèmes soulevés ou aux préoccupations exprimées lors des entrevues que nous avons menées pendant l'examen du RPO et de notre surveillance continue des marchés et de la structure du marché.

i) Frais d'adhésion et de connectivité

La proposition susmentionnée prévoit des mesures destinées à régler les frais de négociation et les droits relatifs aux données de marché. Dans le cadre de notre examen, nous nous sommes également demandé s'il était nécessaire de régler directement les autres frais facturés par les marchés pour accéder à la négociation, notamment les frais d'adhésion et de connectivité. Il pourrait s'agir de plafonner les droits ou de limiter autrement les montants facturés. À cet égard, nous craignons qu'en raison du RPO, voire du modèle d'entreprise de certains courtiers, les participants au marché ne soient obligés de payer des frais d'adhésion et de connectivité élevés.

À ce stade, nous ne proposons pas de prendre de mesures relativement à ces frais. Les modifications proposées du RPO et les obligations de meilleure exécution existantes ne nécessitent pas que chaque courtier devienne membre ou abonné de chaque marché visible ni qu'il se connecte directement à chaque marché pour accéder à la négociation. Elles devraient donner aux courtiers davantage de souplesse pour

déterminer s'il convient de négocier sur les marchés non protégés visibles, ce qui devrait contribuer, dans une certaine mesure, à réduire ces coûts. Nous reconnaissons que le modèle d'entreprise des courtiers influera sur leur adhésion ou leur connexion directe aux marchés. Nous faisons toutefois remarquer que certains ont conclu qu'il n'était pas nécessaire d'adhérer, de maintenir leur adhésion ni de se connecter directement à tous les marchés et qu'il valait mieux utiliser les mécanismes d'acheminement des ordres des marchés ou des arrangements de jitney, ce qui indique que, pour certains tout au moins, il existe des solutions de rechange et des choix. (Ces solutions de rechange et choix entraînent aussi des coûts, dont certains sont probablement dus en partie aux frais d'adhésion et de connectivité des systèmes d'acheminement ou des agents qui exécutent les ordres de jitney.)

Bien que nous ne proposons pas de mesures à l'égard de ces frais pour le moment, nous soulignons que les autorités en valeurs mobilières continueront de les examiner et de les approuver⁷².

Question 29 : Compte tenu de la démarche proposée, est-il nécessaire de prendre d'autres mesures pour réglementer les frais d'adhésion et de connectivité facturés par les marchés? Veuillez motiver votre réponse.

ii) Ordonnancement des modifications des systèmes

Au cours de nos consultations, les intervenants ont indiqué que, pour gérer le risque, les autorités en valeurs mobilières devraient imposer des obligations aux marchés en matière d'introduction de nouveaux marchés et de modifications importantes des systèmes. Selon eux, les modifications sont souvent rapprochées ou mises en œuvre sans donner suffisamment de temps aux participants pour faire des essais. Ils avancent que ces obligations permettraient aussi aux courtiers de mieux gérer la planification de leurs ressources technologiques.

Nous signalons qu'en Ontario, l'Avis 21-706 du personnel de la CVMQ, *Marketplaces' Initial Operations and Material System Changes*⁷³ indique que le personnel s'attend à ce que les marchés reportent le lancement de leurs activités d'au moins trois mois après la date de publication de l'avis d'approbation, et à ce qu'ils reportent la mise en œuvre des modifications importantes des systèmes pour donner suffisamment de temps aux courtiers et aux fournisseurs de services pour effectuer les travaux et les essais. Nous entendons introduire ces attentes dans des projets de modifications du Règlement 21-101 publiés pour consultation séparément⁷⁴. Nous faisons également remarquer que les modifications du RPO devraient aider les courtiers à mieux gérer certains aspects de la planification de leurs systèmes et les coûts liés à l'accès aux marchés non protégés nouveaux ou existants. Par conséquent, nous ne proposons pas de prendre d'autres mesures à ce stade. Nous suivrons l'évolution de la situation pour

⁷² Ces frais doivent être examinés et approuvés en Ontario, de même qu'en Colombie-Britannique et en Alberta pour ce qui est des droits facturés par la Bourse de croissance TSX. Au Québec, ces droits font l'objet d'un examen.

⁷³ Publié dans (2012) 35 OSCB 8928.

⁷⁴ Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 24 avril 2014, Vol. 11, n° 16, p. 270.

déterminer si le protocole de lancement et notre surveillance des modifications des marchés nous permettent de gérer adéquatement les problèmes éventuels.

iii) Responsabilité des marchés / compensation

Les intervenants ont exprimé des préoccupations concernant l'impact du RPO sur la capacité des courtiers de négocier avec les marchés relativement à la responsabilité de ces derniers. Ils indiquent notamment que les marchés se servent du RPO comme moyen de pression pour forcer les courtiers à signer des conventions prévoyant des clauses de responsabilité que ces derniers jugent déraisonnables. D'autres indiquent que les conditions de responsabilité prévues par les conventions des marchés sont désormais inadéquates puisque les marchés ne sont plus mutualisés, mais exercent des activités à but lucratif.

Nous précisons qu'aux États-Unis, la plupart des bourses appliquent des règles qui les autorisent, à leur discrétion, à compenser les pertes de leurs membres résultant des pannes de leurs systèmes ou de la négligence de leur personnel, et que ces règles sont l'objet de débats au sein du secteur. Toutefois, à l'heure actuelle, dans ce pays, les types de pertes en question sont généralement liés aux défaillances des marchés qui se traduisent par l'exécution incorrecte ou l'inexécution des ordres saisis dans leur système. Aucune réglementation américaine n'exige de clauses de compensation. À noter que les règles des bourses canadiennes et les contrats d'adhésion aux SNP n'en prévoient pas non plus.

Dans le cadre de notre examen de cette question, nous avons consulté divers représentants de courtiers et de marchés, séparément des entrevues menées lors de l'examen du RPO, pour voir si les membres du secteur pourraient adopter une position commune sur la compensation des participants au marché, mais ils ne sont pas parvenus à s'entendre. Nous nous sommes penchés sur les aspects réglementaires et avons envisagé de proposer des dispositions obligeant les marchés à établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures prévoyant la compensation raisonnable des participants au marché. Toutefois, compte tenu du rôle des ACVM et des solutions possibles, nous avons décidé de nous contenter pour le moment de miser sur les modifications du RPO pour répondre aux préoccupations exprimées par les courtiers. C'est la superposition du régime qui fait des courtiers des « clients captifs ». Nous estimons par conséquent que les modifications proposées contribueront à atténuer ce problème. Nous ferons le suivi de l'impact des modifications et évaluerons la nécessité de réglementer davantage la responsabilité générale des marchés. Dans l'intervalle, nous encourageons les membres du secteur à collaborer pour trouver une solution commune à ce que certains considèrent comment un problème d'ordre commercial et non réglementaire.

Question 30 : Compte tenu de la démarche proposée, est-il nécessaire prendre d'autres mesures à ce stade pour régler les questions de responsabilité des marchés? Veuillez fournir des explications.

Appendice A-1

Comparaison des volumes actifs et passifs par type de code d'utilisateur, par marché pour la période allant du 1^{er} juin au 30 septembre 2013

Objectif

L'objectif de l'analyse décrite dans le présent appendice était d'établir quelles parties bénéficient de la protection de leurs ordres à cours limité sur chaque marché visible. Comme il est indiqué dans l'Annexe A, les intervenants ont soulevé la question de savoir si les ordres protégés sur les marchés émanent des participants au marché dont la confiance dans l'équité et l'intégrité des marchés a le plus besoin de renforcement. Les intervenants doutent que le RPO ait l'effet escompté si les ordres sont passés par des parties dont la confiance dans l'équité et l'intégrité des marchés est la moins susceptible de souffrir notablement de l'absence de régime.

Description de l'analyse

Pour effectuer cette analyse, nous avons examiné les ratios actif-passif de certaines catégories d'utilisateurs représentatives des négociateurs individuels, institutionnels et professionnels sur diverses périodes et sur chaque marché visible. Nous avons utilisé les données réglementaires reçues et stockées par l'OCRCVM dans le cadre de ses activités de surveillance des marchés. Ces données contiennent des renseignements privés comme les identificateurs de négociateurs (les « codes d'utilisateur »).

Avant de regrouper les données, nous avons tenté d'éliminer d'importantes portions de volume d'opérations ne comprenant pas d'ordres passifs affichés bénéficiant du RPO (par exemple, les applications intentionnelles ou les opérations résultant d'ordre passés à l'ouverture ou à la clôture des enchères sur les marchés au fixe). Le « volume négocié ajusté » qui en résulte a alors été regroupé dans les quatre catégories suivantes :

- (1) « applications intentionnelles » – Contient le volume d'opérations pour les codes d'utilisateur qui ont utilisé l'indicateur d'application intentionnelle¹ (mais non le volume d'opérations pour les applications intentionnelles, qui a été entièrement supprimé pour obtenir le « volume négocié ajusté » décrit ci-dessus). Représentatif du flux d'ordres des clients institutionnels.
- (2) « SDL » – Contient le volume d'opérations pour les codes d'utilisateur qui ont utilisé le type d'ordre « SDL »² sur Alpha IntraSpread. Représentatif du flux d'ordres des clients individuels, compte tenu de la restriction d'Alpha sur l'utilisation de ce type d'ordre aux clients qui répondent à la définition de « client de détail » prévue par les Règles des courtiers membres de l'OCRCVM.
- (3) « pour affichage seulement » – Contient le volume d'opérations pour les codes d'utilisateur qui ont utilisé la propriété d'ordre « pour affichage seulement »³. Représentatif des négociateurs professionnels qui exécutent une stratégie de teneur de marché reposant sur la passation d'ordres passifs.
- (4) « dispensé de la mention à découvert » – Contient le volume d'opérations pour les codes d'utilisateur qui ont utilisé l'identificateur « dispensé de la mention à découvert »⁴. Représentatif des opérations exécutées par des professionnels dans des comptes d'arbitrage, des comptes de tenue de marché formels, des comptes de tenue de marché informels ou de négociation à haute vitesse, et des comptes de facilitation de courtiers.

Tout le reste du volume d'opérations négocié ajusté qui ne tombe pas dans l'une des quatre catégories ci-dessus a été classé dans la catégorie « Autres ». Nous nous attendons à ce que cette catégorie soit représentative d'une variété d'intérêts de négociateurs individuels, institutionnels et professionnels.

1 Selon la définition figurant dans les RUIM, une « application intentionnelle » est une transaction découlant de la saisie, par un participant ou une personne ayant droit d'accès, d'un ordre d'achat et d'un ordre de vente d'un titre, exclusion faite d'une transaction dans le cadre de laquelle le participant a saisi l'un des ordres à titre d'ordre de jitley.

2 Le type d'ordre SDL (« seek dark liquidity », c'est-à-dire « recherche de liquidité invisible ») est une exclusivité du mécanisme IntraSpread d'Alpha Exchange. Il est conçu pour la négociation avec des ordres invisibles et, si possible, des ordres visibles dans le registre d'ordres à cours limité central. Il est limité aux clients individuels.

3 La propriété d'ordre « pour affichage seulement » garantit que l'ordre ne retire pas activement de liquidité d'un marché.

4 La désignation d'ordre « dispensé de la mention à découvert » est une désignation réglementaire incluse dans les ordres provenant de comptes qui ne sont pas tenus d'indiquer comme telles les ventes de titres à découvert. On trouvera davantage de renseignements sur l'utilisation de cette désignation à http://www.ocrcvm.ca/Documents/2012/37862a81-d93b-4a21-9843-c5fc3ced83f2_fr.pdf

Limites

Compte tenu de certaines limites, les résultats de l'analyse ne sont pas précis, ne visent qu'à donner des indications et ne sont pas définitifs. Par exemple, les quatre catégories susmentionnées n'ont d'autre objet que de représenter certains types d'utilisateurs. Qui plus est, elles se chevauchent, ce qui signifie que, si un code d'utilisateur a utilisé plusieurs des désignations ou propriétés d'ordres ci-dessus, le volume négocié pour ce code tombe dans plusieurs catégories. Nous avons constaté le plus important chevauchement entre les catégories « pour affichage seulement » et « dispensé de la mention à découvert » (c'est-à-dire que les codes d'utilisateur qui ont utilisé la propriété « pour affichage seulement » ont aussi utilisé l'identificateur « dispensé de la mention à découvert »). Nous faisons également remarquer qu'en raison de ce chevauchement, la somme de chacune des quatre catégories et de la catégorie « Autres » dépasse 100 % du volume négocié.

Résultats

Les résultats de l'analyse effectuée au cours de la plus récente des périodes à l'étude, qui va du 1^{er} juin au 30 septembre 2013, sont contenus dans les graphiques qui suivent. Il ressort de l'analyse que la grande majorité du flux d'ordres passifs affiché par les clients individuels et institutionnels est saisi et négocié sur les marchés d'inscription (par exemple la TSX ou la Bourse de croissance TSX), et qu'un pourcentage bien inférieur du flux d'ordres affiché par ces clients est saisi et négocié sur d'autres marchés. La plus grande partie du flux d'ordres passifs restant qui est négocié sur d'autres marchés semble émaner de négociateurs professionnels qui ont des intérêts à plus court terme. Il ressort également de l'analyse que les ordres actifs négociables des clients individuels et institutionnels sont les plus dispersés sur les marchés, ce qui est révélateur de l'effet du RPO sur le flux d'ordres actifs.

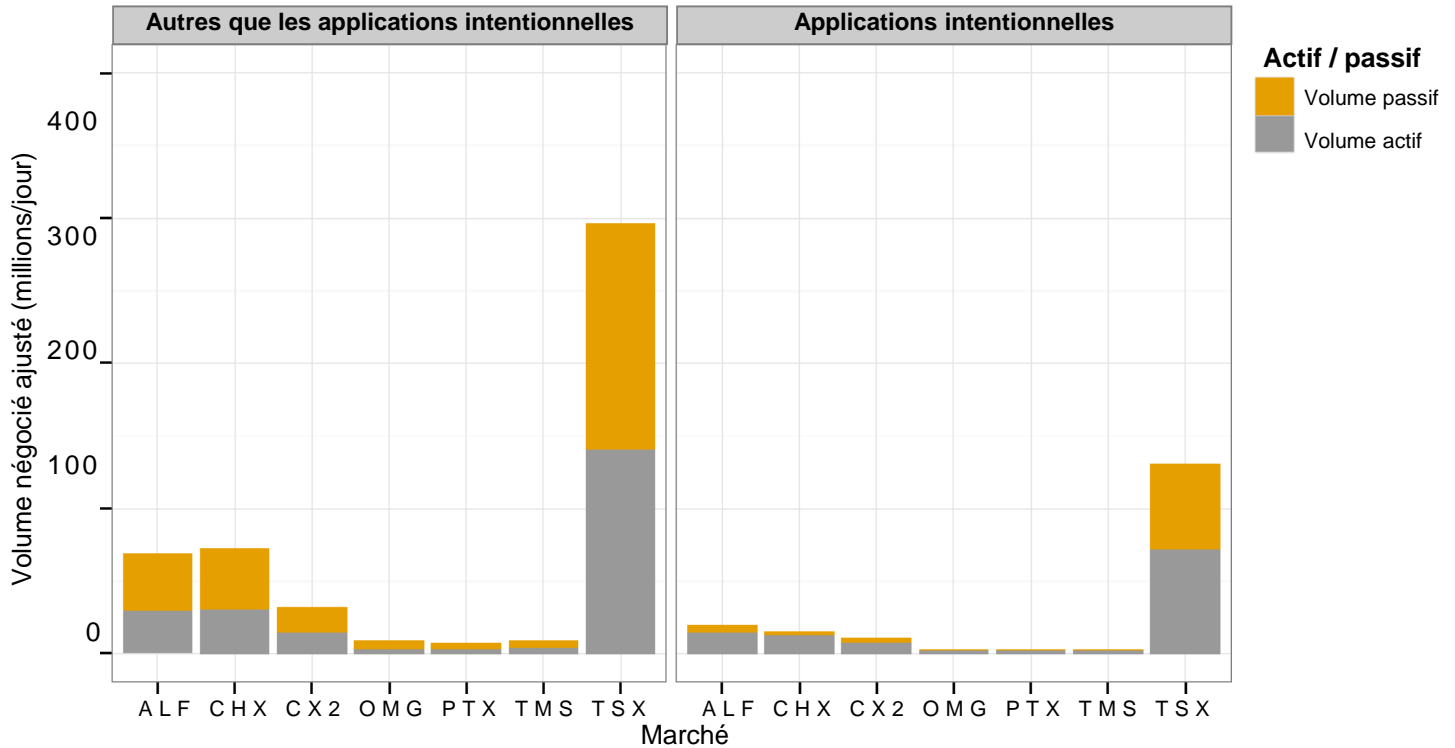
Nous précisons que les résultats de cette analyse sont corroborés par les témoignages anecdotiques recueillis auprès des courtiers lors de nos entrevues en ce qui concerne la passation des ordres passifs de leurs clients individuels et institutionnels. Ils sont également étayés par des analyses similaires que nous avons effectuées au cours des mêmes périodes sur les groupes d'utilisateurs créés par l'OCRCVM dans le cadre de ses recherches sur la négociation à haute vitesse, mais qui ne sont pas représentés dans les graphiques ci-après.

Légende – marchés figurant dans les graphiques suivants :

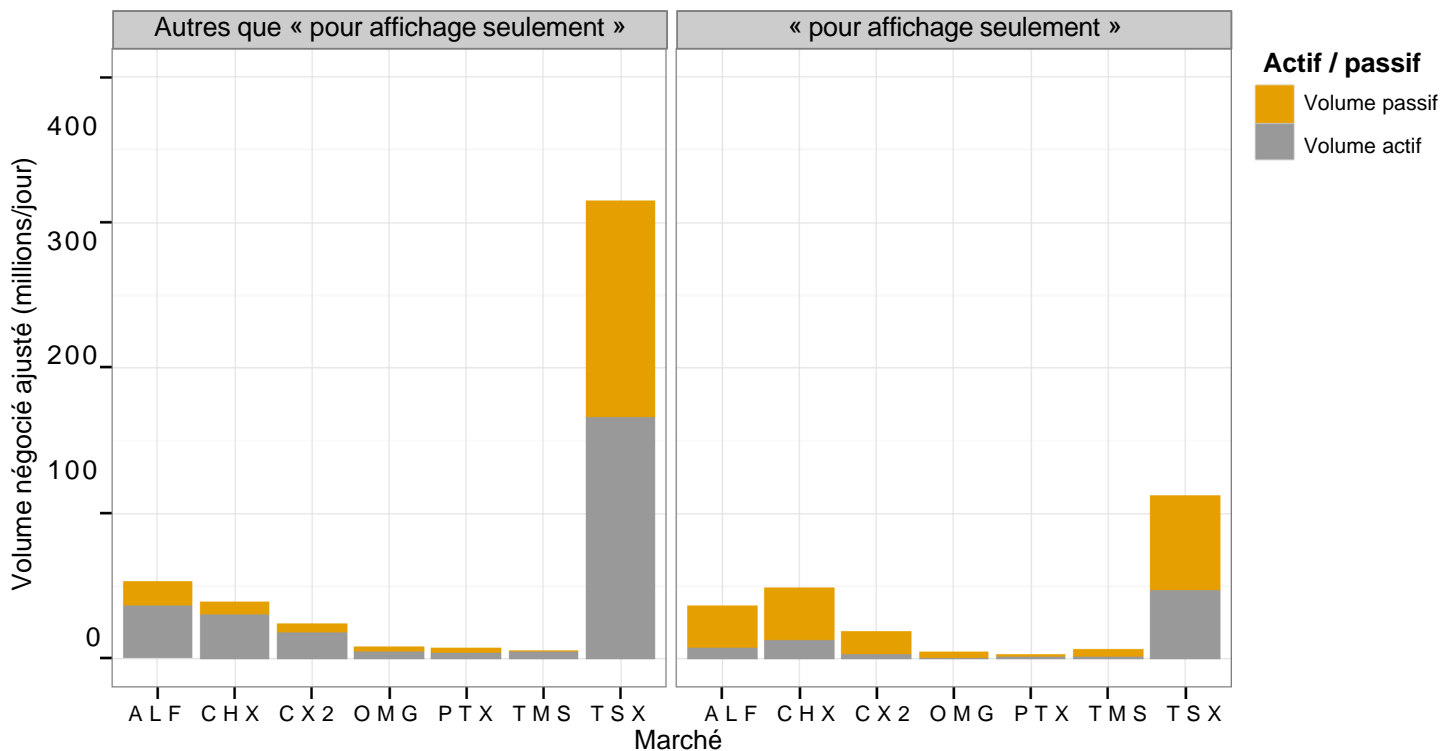
ALF	Alpha Exchange
TSXV	Bourse de croissance TSX
CHX	Chi-X Canada ATS
CX2	CX2 Canada ATS
OMG	Omega ATS
PTX	Pure Trading
TMS	TMX Select
TSX	TSX

1. Graphiques relatifs à la négociation des titres inscrits à la cote de la TSX du 1^{er} juin au 30 septembre 2013

Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé des applications intentionnelles (titres inscrits à la cote de la TSX)

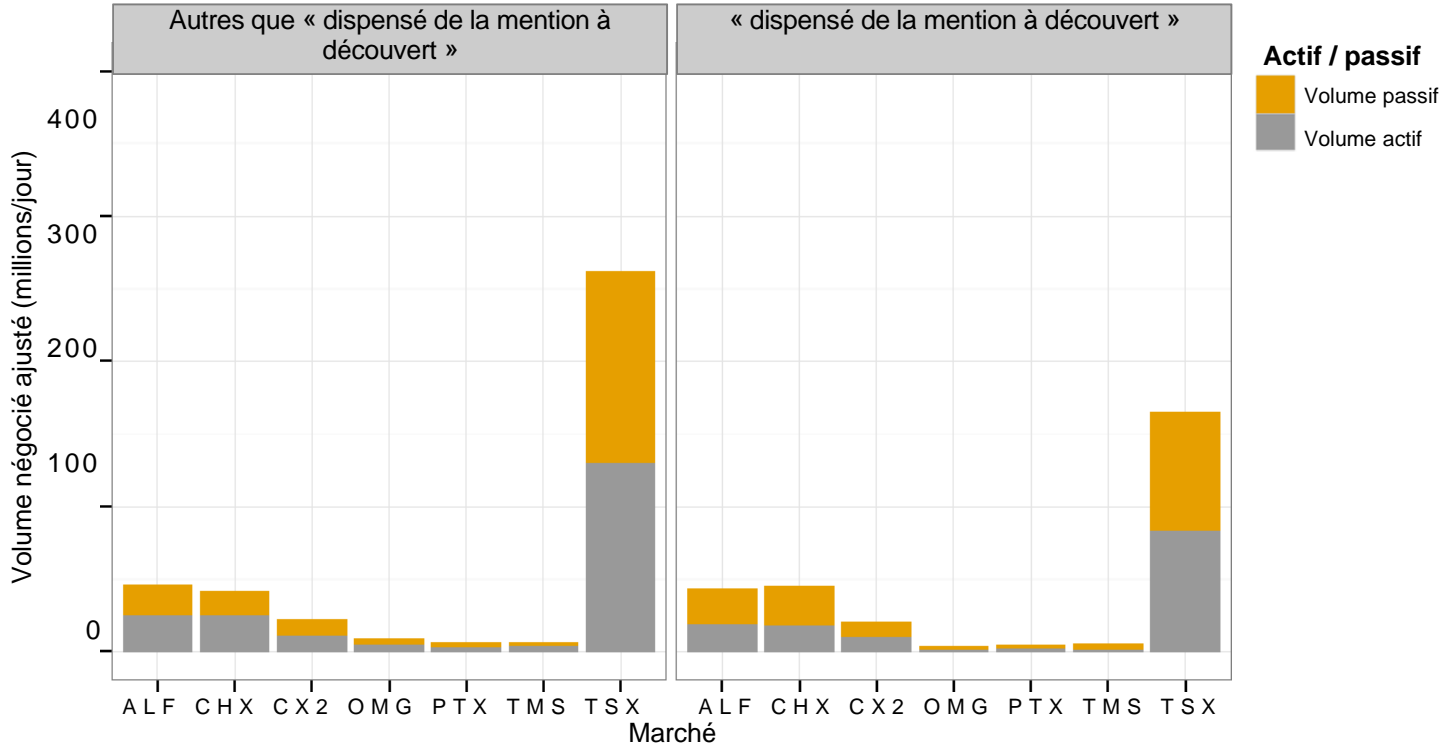


Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé « pour affichage seulement » (titres inscrits à la cote de la TSX)

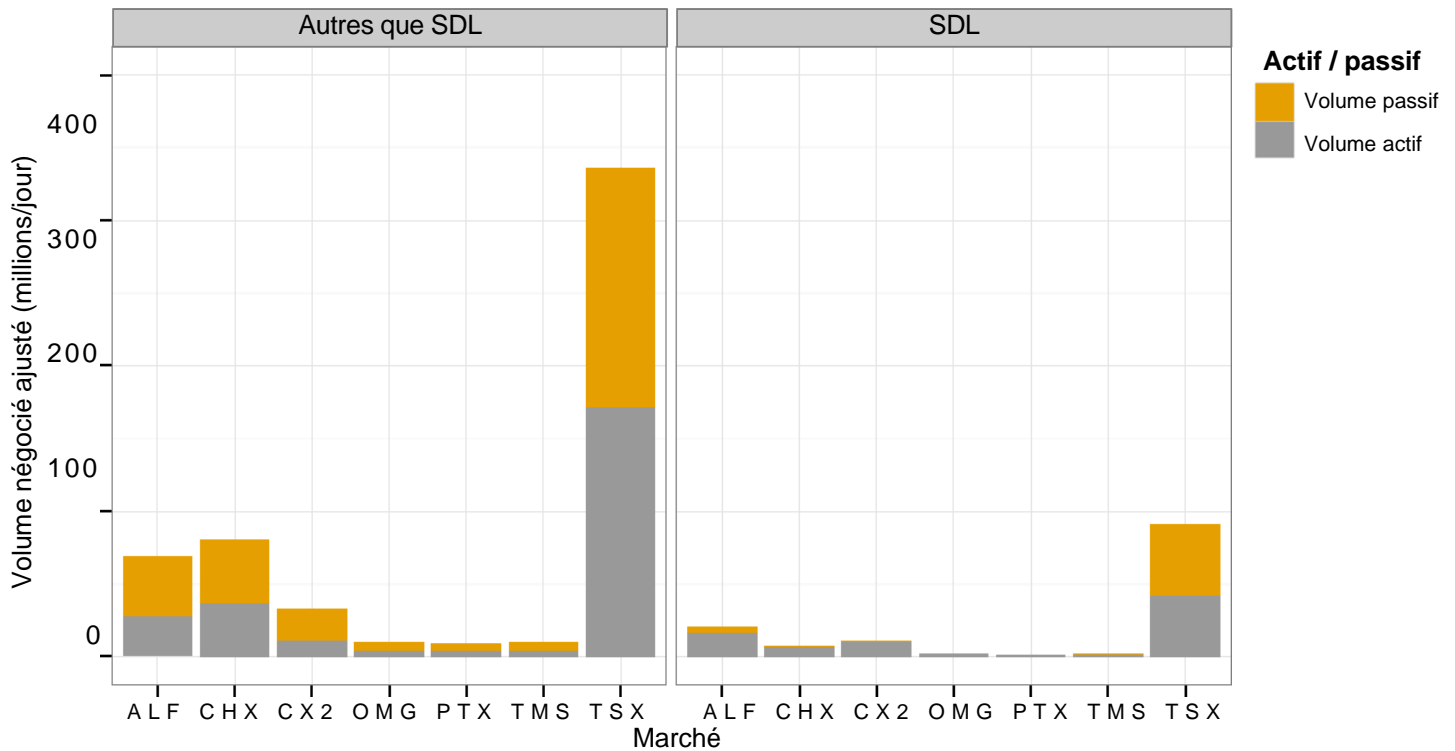


1. Graphiques relatifs à la négociation de titres inscrits à la cote de la TSX du 1^{er} juin au 30 septembre 2013 (suite)

Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé « dispensé de la mention à découvert » (titres inscrits à la cote de la TSX)



Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé SDL (titres inscrits à la cote de la TSX)



2. Autres informations sur les données utilisées dans les graphiques précédents (opérations sur les titres inscrits à la cote de la TSX)

Ratio actif / passif pour chaque code d'utilisateur indiqué dans les graphiques (en % du volume négocié ajusté qui était actif)

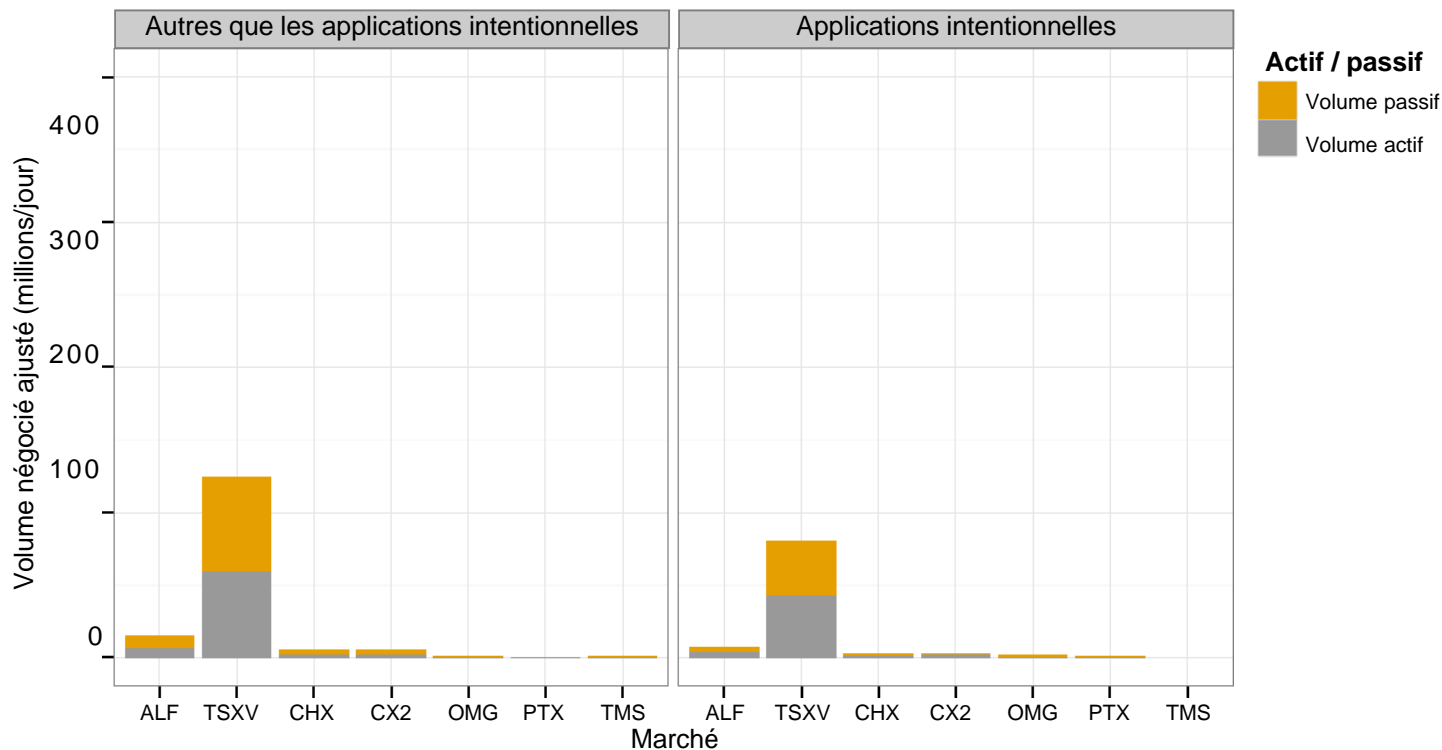
Catégorie de code d'utilisateur	ALF	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	TSX	Sur tous les marchés
Applications intentionnelles	75 %	87 %	68 %	86 %	67 %	75 %	55 %	62 %
« pour affichage seulement »	22 %	27 %	19 %	20 %	35 %	18 %	42 %	33 %
« dispensé de la mention à découvert »	44 %	40 %	48 %	43 %	47 %	33 %	51 %	47 %
SDL	81 %	98 %	96 %	98 %	97 %	96 %	46 %	60 %
Autres	57 %	68 %	85 %	48 %	45 %	86 %	50 %	54 %

% du volume négocié ajusté pour les codes d'utilisateur indiqués dans les graphiques

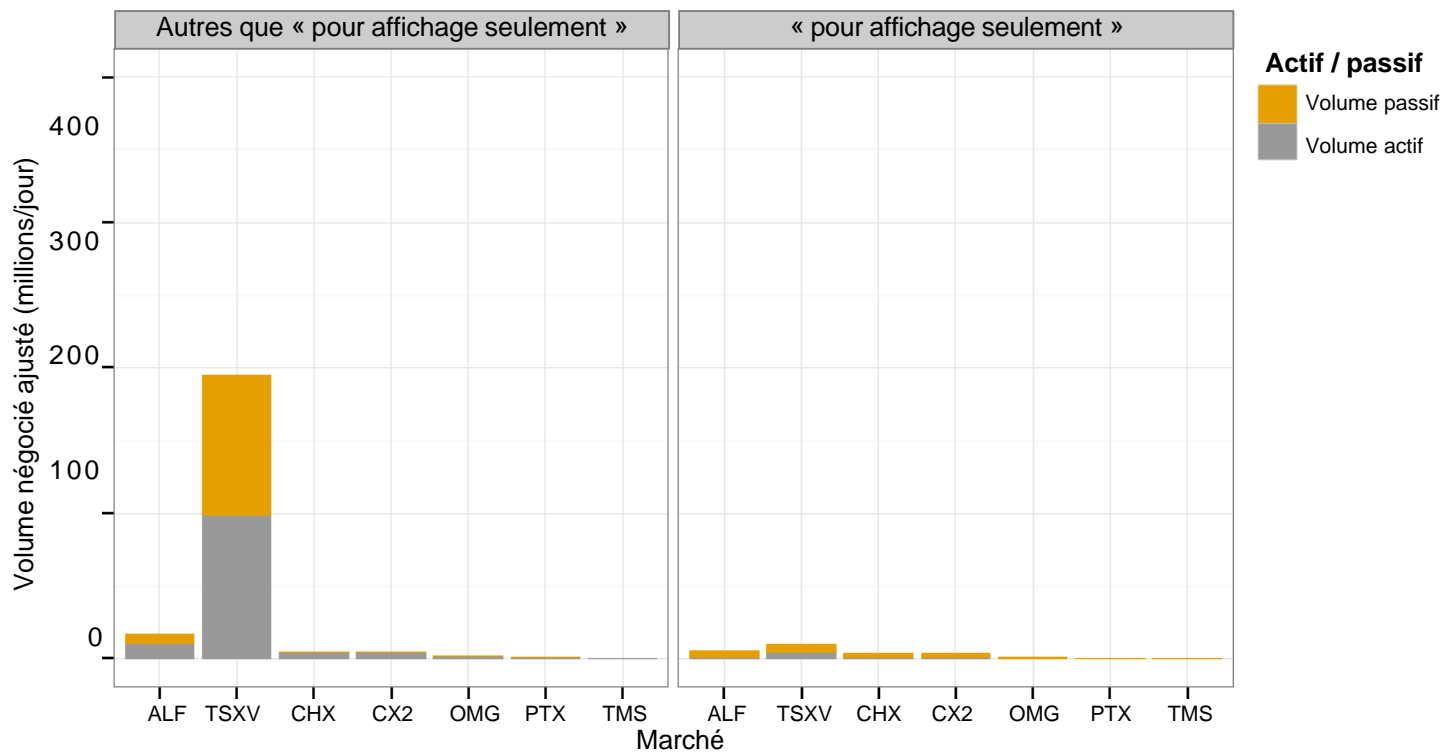
Catégorie de code d'utilisateur	ALF	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	TSX	Total pour tous les marchés
Applications intentionnelles	2,9 %	2,2 %	1,6 %	0,4 %	0,5 %	0,4 %	19,2 %	27,1 %
« pour affichage seulement »	5,3 %	7,2 %	2,8 %	0,6 %	0,5 %	0,9 %	16,5 %	33,7 %
« dispensé de la mention à découvert »	6,3 %	6,7 %	3,0 %	0,5 %	0,6 %	0,8 %	24,3 %	42,3 %
SDL	3,0 %	1,0 %	1,5 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	13,4 %	19,8 %
Autres	2,7 %	2,8 %	0,8 %	0,6 %	0,5 %	0,3 %	17,0 %	24,7 %
Totaux	20,3 %	19,8 %	9,7 %	2,4 %	2,2 %	2,7 %	90,3 %	147,5 %

3. Graphiques relatifs à la négociation des titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX du 1^{er} juin au 30 septembre 2013

Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé des applications intentionnelles
(titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX)

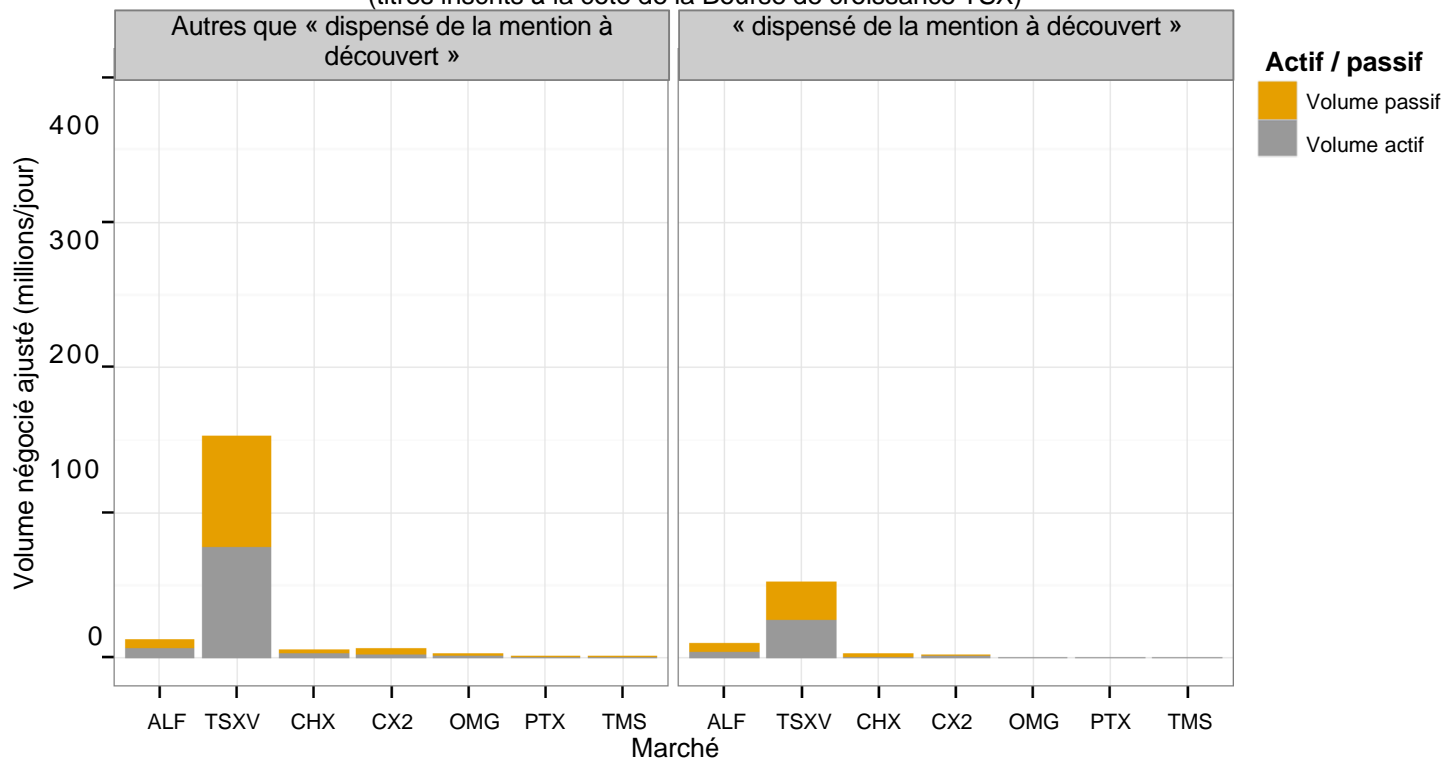


Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé « pour affichage seulement »
(titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX)

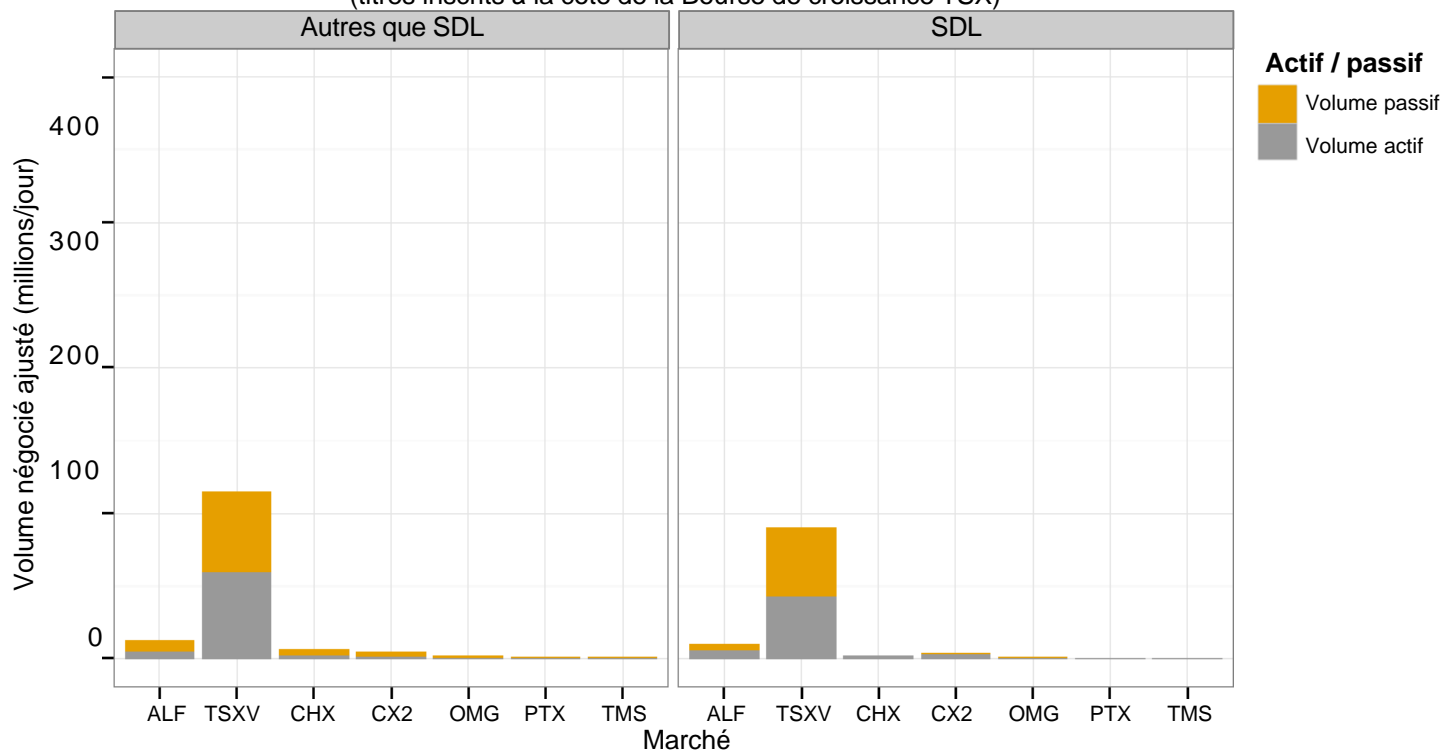


3. Graphiques relatifs à la négociation des titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX du 1^{er} juin au 30 septembre 2013 (suite)

Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé « dispensé de la mention à découvert »
(titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX)



Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé SDL
(titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX)



4. Autres informations relatives aux données utilisées dans les graphiques précédents (opérations sur les titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX)

Ratio actif / passif pour chaque code d'utilisateur indiqué dans les graphiques (en % du volume négocié ajusté qui était actif)

Catégorie de code d'utilisateur	ALF	TSXV	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	Sur tous les marchés
Applications intentionnelles	58 %	53 %	56 %	83 %	52 %	47 %	84 %	54 %
« pour affichage seulement »	11 %	43 %	10 %	4 %	5 %	20 %	11 %	23 %
« dispensé de la mention à découvert »	44 %	50 %	35 %	85 %	84 %	76 %	58 %	49 %
SDL	58 %	48 %	96 %	88 %	96 %	88 %	88 %	52 %
Autres	69 %	51 %	70 %	74 %	82 %	60 %	76 %	53 %

% du volume négocié ajusté pour les codes d'utilisateur indiqués dans les graphiques

Catégorie de code d'utilisateur	ALF	TSXV	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	Total pour tous les marchés
Applications intentionnelles	3,0 %	32,4 %	1,2 %	1,0 %	0,7 %	0,3 %	0,1 %	38,6 %
« pour affichage seulement »	2,1 %	3,9 %	1,4 %	1,3 %	0,5 %	0,1 %	0,2 %	9,5 %
« dispensé de la mention à découvert »	3,9 %	21,0 %	1,0 %	0,7 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	26,8 %
SDL	4,1 %	36,2 %	0,8 %	1,3 %	0,3 %	0,0 %	0,1 %	43,0 %
Autres	1,5 %	24,7 %	0,7 %	0,4 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	27,6 %
Totaux	14,7 %	118,2 %	5,2 %	4,7 %	1,8 %	0,6 %	0,5 %	145,5 %

Appendice A-2

Méthode d'examen des droits relatifs aux données

Pour établir la contribution relative de chaque marché aux activités avant et après les opérations, nous avons employé certaines mesures, dont plusieurs, décrites ci-dessous, sont utilisées par l'agence de traitement de l'information aux États-Unis, tandis que d'autres ont été proposées par les marchés et les participants au marché pour tenir compte de la contribution des marchés à la formation des cours. Le principe sous-jacent de chaque mesure est que les personnes qui contribuent avant et après les opérations à la formation des cours et à la liquidité devraient être récompensées également. Les mesures seraient employées dans trois modèles de classement sur lesquels nous appuyer pour classer la contribution relative de chaque marché à la formation des cours et à la liquidité. Ces modèles sont décrits ci-après.

Nous avons utilisé les notations suivantes pour les mesures avant et après les opérations et les méthodes de classement :

i = marché transparent

m = nombre total de marchés transparents

t = opérations exécutées sur un marché transparent

n = total des opérations exécutées sur un marché transparent

T = total des opérations exécutées sur tous les marchés transparents

d = séance

D = ensemble des séances au cours de la période

j = actions négociées sur un marché transparent

J = total des actions négociées sur tous les marchés transparents

a. Mesures avant les opérations

1. **Pourcentage du meilleur cours acheteur et vendeur (MCAV)¹** : le pourcentage de la séance durant laquelle le marché a eu le meilleur cours acheteur (MCA) ou le meilleur cours vendeur (MCV) national pour le titre j. Cette mesure est rééchelonnée de sorte que la somme soit égale à un.

$$\% \text{MCAV}_i = \frac{\text{MCAV}_i}{\sum_{i=1}^5 \text{MCAV}_i}$$
$$\text{MCAV}_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{\text{secondes au MCA}_j + \text{secondes au MCV}_j}{2 * (6,5 * 60 * 60)} * 100$$

¹ La durée au MCAV peut se calculer en fractions de seconde, vu la rapidité des cotations.

Cette mesure récompense les marchés qui restent au MCAV plus longtemps pendant la séance. Bien qu'elle ne soit pas facile à calculer, elle peut s'obtenir à partir de données de cotation standards. Pour que la somme de chaque marché soit égale à 1, les mesures de chacun d'eux sont additionnées de manière à obtenir le pourcentage quotidien au MCAV pour l'ensemble du marché, puis le pourcentage de chaque marché est divisé par ce total pour rééchelonner la mesure à 1.

Cette mesure peut poser problème parce que le marché, sachant que sa performance sera évaluée de cette façon, peut inciter ses participants à « bourrer les cours », c'est-à-dire les récompenser pour afficher de petits ordres qui améliorent légèrement le MCAV courant pendant une milliseconde ou moins. Malgré les récompenses, cette pratique ne contribue pas à la formation des cours. Le marché pourrait aussi y parvenir en introduisant des « ordres liés ». Ces ordres à cours limité ne seraient pas saisis à un cours fixe, mais plutôt « liés » au MCAV courant. De cette façon, le marché s'assure de demeurer au MCAV pendant la majorité de la séance simplement en « suivant » le cours des ordres affichés sur d'autres marchés qui modifient les cours offerts.

- 2. Pourcentage du meilleur écart** : le pourcentage de la séance durant lequel un marché a l'écart le plus faible sur le titre j . Cette mesure est rééchelonnée de sorte que la somme soit égale à 1.

$$\% \text{ écart}_i = \frac{\text{Écart}_i}{\sum_{i=1}^5 \text{Écart}_i}$$

$$\% \text{ écart}_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{\text{secondes à l'écart le plus faible}_j}{6,5 * 60 * 60} * 100$$

Le calcul de cette mesure requiert aussi des données de cotation. Cette mesure tend à récompenser les marchés qui fournissent de la liquidité au MCA et au MCV en établissant l'écart le plus faible sur tous les marchés. Pour que la somme de chaque marché soit égale à 1, les mesures de chacun d'eux sont additionnées de manière à obtenir le pourcentage quotidien à l'écart le plus faible pour l'ensemble du marché, puis le pourcentage de chaque marché est divisé par ce total pour rééchelonner la mesure à 1.

Comme la mesure 1, cette mesure pourrait être manipulée par « bourrage de cours » ou en usant d'ordres liés. Elle présente l'avantage de ne récompenser que les marchés qui affichent les cours autant au MCA qu'au MCV. Un de ses défauts possibles, surtout pour les actions illiquides, est qu'elle pourrait récompenser deux marchés qui affichent le même écart à différents cours acheteurs et vendeurs, quoique cette situation demeure relativement improbable (elle se traduirait par un marché figé ou croisé).

3. **\$Temps(égal)** : le pourcentage du temps-dollar-volume coté sur un marché par rapport au temps-dollar-volume total de l'ensemble des marchés pour la période, seuls les meilleurs cours acheteur et vendeur étant comptés.

$$\begin{aligned} \$Temps(égal)_i &= \frac{Temps_i}{\sum_{i=1}^m Temps_i} Temps_i \\ &= \frac{\sum_{j=1}^J Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCA + Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV}{\sum_{j=1}^J \sum_{i=1}^m (Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCA + Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV)} * 100 \end{aligned}$$

Cette mesure tend à récompenser les marchés non seulement qui fournissent de la liquidité au meilleur cours acheteur et vendeur, mais aussi pour la profondeur de la liquidité au MCAV. Le calcul de cette mesure requiert le cours et le volume. Elle présente, sur la mesure Pourcentage du MCAV, l'avantage de ne pas bien récompenser les marchés qui encouragent le « bourrage de cours » pour le peu de liquidité qu'ils fournissent au MCAV. Elle présente peut-être l'inconvénient de ne pas récompenser les marchés qui fournissent de la liquidité à d'autres cours que le MCAV. Avec des cours relativement dispersés, il est possible qu'un marché tentant de manipuler cette mesure offre des incitatifs à apporter de très modestes améliorations au MCAV sans véritablement fournir de profondeur à ces cours.

4. **\$Temps(valeur)** est la même mesure que \$Temps(égal), ci-dessus, sauf que chaque action est pondérée par la valeur négociée au cours de la période, comme l'indique la pondération « p », ci-dessous.

$$\begin{aligned} \$Temps(valeur)_i &= \frac{Temps(v)_i}{\sum_{i=1}^m Temps(v)_i} Temps(v)_i \\ &= \frac{\sum_{j=1}^J [Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV + Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV] * p_j}{\sum_{j=1}^J \sum_{i=1}^m (Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV + Cours_j * Volume_j * seconde\ au\ MCV) * p_j} * 100 \\ p_j &= \frac{\$Volume_{t,j}}{\sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^J \$Volume_{t,j}} \end{aligned}$$

La pondération par la valeur confère plus d'importance aux actions très négociées et moins à celles qui le sont peu. À la limite, l'action qui ne fait l'objet d'aucune opération n'aura aucun poids dans cette mesure.

5. **Autre mesure avant les opérations non appliquée dans les formules de classement et tenant compte de la profondeur du cours et de la taille**

5-niveau \$Temps est le pourcentage du temps-dollar-volume coté pour chaque marché par rapport au temps-dollar-volume total coté de l'ensemble des marchés pour la période, les 5 niveaux de volume étant comptés, avec les pondérations suivantes :

Niveau du registre	Pondération (p)
1	16x
2	8x
3	4x
4	2x
5	1

$$\$ 5 \text{ niveau temps}_i = \frac{\sum_{i=1}^5 p_i * \$ \text{ temps}_i}{31} * 100$$

5-niveau \$Temps est la mesure qui nécessite le plus de données, parce qu'elle exige non seulement le cours et le volume disponibles au meilleur cours acheteur et vendeur, mais aussi jusqu'à 5 niveaux outre le MCAV. Cette mesure présente l'avantage de récompenser les bourses qui fournissent de la liquidité au MCAV et aussi à d'autres cours, le MCAV ayant la plus forte pondération. Dans le cas d'écart importants entre les cours acheteurs et vendeurs, la bourse qui fournit très peu d'améliorations à la seule fin de « détenir » le MCAV national serait récompensée pour avoir réduit les écarts, mais elle reconnaîtrait aussi la profondeur fournie par les autres marchés, contrairement à \$Temps.

Question 31 : Compte tenu de l'utilisation prévue de ces mesures avant les opérations dans les divers modèles de classement, constituent-elles des moyens raisonnables d'évaluer la contribution d'un marché à la formation des cours et de la taille? Devrions-nous envisager d'autres mesures? Veuillez fournir des détails.

Question 32 : Les mesures avant les opérations décrites sont-elles appropriées pour les marchés sur lesquels des titres peu liquides sont négociés en majorité? Veuillez décrire les mesures avant les opérations qui leur conviendraient.

b. Mesures après les opérations

1. Pourcentage du volume de chaque marché : le volume négocié sur chaque marché, divisé par le volume total négocié sur tous les marchés au cours de la période.

$$\% \text{Volume}_i = \frac{\text{Volume}_i}{\sum_{i=1}^5 \text{Volume}_i} * 100$$

Cette mesure récompense le volume négocié et tend à favoriser les marchés où se négocient des actions à des cours relativement bas, car elle ne tient compte que du

nombre d'actions négociées et non de leur valeur. À la limite, s'il ne se négociait que des actions à faible cours sur un marché, cette mesure gonflerait la part de ce marché sur l'ensemble du marché.

- 2. Pourcentage du nombre d'opérations de chaque marché :** le nombre d'opérations exécutées sur chaque marché, divisé par le nombre total d'opérations sur tous les marchés au cours de la période.

$$\%Nombre_i = \frac{Nombre_i}{\sum_{i=1}^5 Nombre_i} * 100$$

Cette mesure récompense les marchés où se déroule un grand nombre d'opérations. Les marchés pourraient la manipuler en encourageant les négociateurs à fractionner leurs ordres. En pareil cas, ni le volume des opérations ni le volume monétaire négocié ne changeraient, mais le nombre d'opérations augmenterait sensiblement.

- 3. Pourcentage du volume monétaire (valeur) de chaque marché :** le volume monétaire négocié sur chaque marché, divisé par le volume monétaire total négocié sur tous les marchés au cours de la période. Le volume monétaire est le produit du cours par le volume de chaque opération.

$$\% \$Volume_i = \frac{\$Volume_i}{\sum_{i=1}^5 \$Volume_i} * 100$$

$$\$Volume = Cours * Volume$$

Cette mesure tient compte de la valeur des opérations. Elle tend à éviter les biais que peut présenter la mesure du volume. Cependant, en raison de l'obligation de déclarer au marché les applications intentionnelles appariées par les courtiers, il se peut que le marché évalué au moyen de cette mesure offre aux courtiers des incitatifs (comme des rabais sur les frais de négociation) pour qu'ils lui déclarent les applications. De cette façon, le marché enregistrerait une part bien plus importante du volume monétaire sans contribuer nécessairement à la formation des cours avant les opérations.

- 4. Pourcentage de la racine carrée du volume monétaire de chaque opération :** la racine carrée du \$Volume de chaque opération t exécutée sur chaque marché, divisée par la somme de la racine carrée du \$Volume négocié sur tous les marchés au cours de la période.

$$\%\sqrt{\$Volume}_i = \frac{\sqrt{\$Volume_{it}}}{\sum_{t=1}^n \sum_{i=1}^5 \sqrt{\$Volume_i}} * 100$$

La racine carrée du volume monétaire est extraite pour chaque opération. Bien que cette mesure ne soit pas largement diffusée, elle est facile à extraire à partir des relevés d'opérations. Elle réduit l'importance des opérations volumineuses par rapport aux petites opérations, ce qui peut pallier le problème des applications très volumineuses qui gonflent la contribution d'un marché à la formation des cours. Elle présente peut-être l'inconvénient que les opérations sur actions à cours peu élevé (de l'ordre de 1 à 2 \$) ne soient pas du tout réduites et soient donc surreprésentées. Si un marché enregistre un très grand nombre d'opérations de faible valeur, cette mesure gonflerait sa contribution à la formation des cours.

5. **Étendue de la négociation sur chaque marché** : la moyenne, sur la période, du nombre de symboles négociés plus d'une fois sur chaque marché pendant la séance d , divisée par le nombre de symboles négociés ce jour-là sur tous les marchés.

$$\text{Étendue}_i = \frac{1}{D} \sum_{t=1}^T \frac{\text{Nombre de symboles négociés}_{i,d}}{\text{MAX}[\text{Nombre de symboles négociés}_{i,t}] \quad i = [1 - 5]}$$

L'étendue de la négociation mesure le nombre de symboles faisant l'objet d'opérations sur un marché. Utilisée avec les autres mesures après les opérations, elle présente l'inconvénient de « pénaliser deux fois » les marchés sur lesquels tous les titres ne sont pas négociés. De par sa nature, la portée de la négociation sera très large dans le cas des bourses (comme la TSX) et plus étroite dans les cas des nouveaux marchés qui doivent se gagner des parts de marché sur les actions moins liquides. Bien qu'elle mesure l'« activité » des marchés, le marché sur lequel ne se négocie que la moitié de tous les symboles est, par définition, pénalisé pour ne pas réunir tous les symboles. Ainsi, prise isolément, l'étendue peut être un précieux indicateur des niveaux d'activité des marchés, mais appliquée concurremment avec d'autres mesures, elle peut conférer un avantage disproportionné aux bourses existantes et aux grands SNP.

L'inconvénient de cette mesure est que le marché qui tente d'afficher une étendue aussi proche que possible de 1 (c'est-à-dire que tous les titres cotés y seraient négociés) pourrait récompenser les participants au marché (en leur offrant des crédits ou des rabais en ouverture de séance) pour être les « premiers » de la séance à négocier un titre donné. De cette façon, les marchés pourraient s'assurer au moins une opération sur chaque titre sans contribuer de façon significative à la liquidité ou à la formation des cours.

- Question 33 : Compte tenu de l'utilisation prévue de ces mesures après les opérations dans les divers modèles de classement, constituent-elles des moyens raisonnables de mesurer la liquidité des marchés? Devrions-nous envisager d'autres mesures? Veuillez fournir des détails.**

Question 34 : Les mesures après les opérations sont-elles appropriées pour les marchés sur lesquels des titres moins liquides sont négociés en majorité? Veuillez décrire les mesures après les opérations qui leur conviendraient.

c. Modèles de classement

Afin de classer les marchés selon leur contribution à la formation des cours, nous avons conçu trois modèles à partir des mesures avant et après les opérations. Bien que nous ayons accordé la même importance aux mesures avant et après les opérations, il s'agit d'une décision arbitraire.

1. Agence de traitement de l'information – valeur : la valeur établie selon le modèle de distribution des revenus appliqué par l'agence de traitement de l'information américaine.

$$\left[\frac{ \% \sqrt{\text{Volume}_i} + \% \text{Nombre}_i }{2} \right] * 0,5 + \$\text{Temps}(\text{valeur})_i * 0,5$$

Ce modèle intègre les mesures utilisées par l'agence de traitement de l'information américaine pour distribuer les revenus entre les marchés participants. Les mesures après les opérations sont pondérées également et composées de la part de la racine carrée du volume monétaire et du nombre d'opérations qui revient à chaque marché. La pondération de ces deux mesures prises ensemble est de 50 % de la valeur du modèle.

La mesure avant les opérations utilisée est le pourcentage du temps – dollar coté, pondéré par la valeur. Elle a aussi une pondération de 50 % dans le modèle final. La pondération de ce modèle par la valeur négociée de chaque titre confère plus d'importance aux actions qui font l'objet d'un nombre élevé d'opérations, ce qui récompense davantage les marchés qui fournissent de la liquidité dont la majorité est utilisée.

2. Agence de traitement de l'information – pondération égale : le modèle Agence de traitement de l'information – pondération égale est très similaire au modèle Agence de traitement de l'information – valeur, mais au lieu de pondérer les mesures par la valeur négociée sur chaque marché, il attribue une pondération égale à chaque action négociée sur l'ensemble du marché. L'indice obtenu récompense les marchés qui contribuent à la formation des cours sur tout le spectre des actions négociées.

$$\left[\frac{ \% \sqrt{\text{Volume}_i} + \% \text{Nombre}_i }{2} \right] * 0,5 + \$\text{Temps}(\text{égal})_i * 0,5$$

- 3. Modèle 3** : ce modèle est très différent des deux précédents. Pour l'élément après les opérations, il tient compte de la part du volume négocié, de la part du nombre d'opérations et de la part du volume monétaire de chaque marché. Ces trois éléments ont une pondération égale dans l'indice obtenu. Les mesures avant les opérations prises en compte sont le pourcentage de la séance au meilleur écart et celui au MCAV national. Ces deux éléments après les opérations ont une pondération égale. La moyenne des deux mesures avant et après les opérations est multipliée par l'étendue du marché, et le résultat est pondéré pour chaque marché par le nombre de symboles qui y font l'objet d'opérations. Les mesures avant et après les opérations obtenues sont pondérées de façon égale pour arriver à l'indice final.

$$\left[\frac{\%Volume_i + \%Nombre_i + \%Volume_i}{3} \right] * \text{Étendue}_i * 0,5 + \left[\frac{\%Écart_i + \%MCAV_i}{2} \right] * \text{Étendue}_i * 0,5$$

Question 35 : Les modèles de classement décrits sont-ils appropriés pour classer la contribution des marchés à la formation des cours et à la liquidité? Devrions-nous envisager d'autres méthodes de classement? Veuillez fournir des détails.

Question 36 : Laquelle des trois méthodes de classement décrites préférez-vous et pourquoi?

d. Attribution de droits estimatifs ou d'une fourchette de droits estimatifs

Les calculs obtenus au moyen de ces méthodes de classement nous serviraient à établir si les droits exigés par un marché (ou ceux qu'il propose d'exiger) sont proportionnels à sa part de l'activité de négociation. Nous reconnaissons que les méthodes que nous proposons peuvent présenter plusieurs difficultés, notamment l'incapacité d'observer directement la véritable « valeur » que les participants au marché attribuent à ces listes de données et la nécessité d'établir des comparaisons internes ou externes.

Nous avons utilisé les deux méthodes suivantes pour calculer les droits estimatifs ou la fourchette de droits estimatifs pour chaque marché.

- (1) Montant de référence canadien – La première méthode consiste à regrouper les droits relatifs aux données facturés par chaque marché dans un « panier ». Les droits qui en résultent sont considérés comme appropriés pour le marché canadien. Le résultat est redistribué en fonction des trois méthodes de classement, ce qui nous donne six droits estimatifs.

Il est difficile d'utiliser cette mesure parce qu'elle ne fournit pas d'évaluation externe des données sur les titres canadiens. Si tous les droits relatifs aux données de marché sont surévalués au Canada, cette méthode ne procurera pas de mesure neutre de la véritable valeur des

droits facturés par les marchés. Elle indiquera plutôt si les données d'un marché sont facturées au-dessus ou en dessous de la « moyenne ».

- (2) Montant de référence international – La seconde méthode consiste à faire des comparaisons internationales pour obtenir une moyenne des droits relatifs aux données facturés pour 100 millions de dollars négociés. Cette méthode part du principe que la valeur des données des homologues internationaux est relativement comparable à celle des bourses canadiennes et que la valeur de ces données est relative à celle des titres négociés sur les bourses. Le résultat est redistribué en fonction des trois méthodes de classement, ce qui nous donne encore six droits estimatifs. Le choix des bourses incluses dans la comparaison aurait une incidence sur l'établissement de la juste valeur des données canadiennes.

Question 37 : Selon vous, les deux méthodes sont-elles raisonnables pour établir le montant de référence des droits relatifs aux données à appliquer à la méthode d'examen de ces droits?

Question 38 : Quelles autres options devrions-nous envisager pour établir le montant de référence? Veuillez fournir des détails.

Question 39 : À quelle fréquence faudrait-il réviser le montant de référence des droits relatifs aux données pour savoir s'il demeure utile?

Appendice A-3

Comparaison des droits relatifs aux données de marché facturés aux utilisateurs non professionnels

Contexte

Le document sur les droits relatifs aux données indiquait que les données de marché en temps réel sont des données avant opérations et après opérations diffusées immédiatement après la saisie, la modification ou l'annulation de l'ordre ou l'exécution de l'opération. Elles servent aux participants aux marchés pour prendre leurs décisions d'opérations et d'acheminement d'ordres. Les données avant opérations fournissent les détails des ordres saisis sur les marchés et indiquent le cours et le volume associés à chaque ordre. Les données après opérations détaillent les opérations exécutées sur un titre.

De manière générale, les marchés fournissent deux types de listes de données en temps réel. Les données de tête du registre, aussi appelées données de niveau 1 (N1), sont l'information sur la dernière vente d'un titre, le meilleur cours acheteur et vendeur, et le volume total de l'offre et de la demande à ces cours. Les données de profondeur du registre, aussi appelées données de niveau 2 (N2), sont l'information sur tous les ordres visibles sur un marché donné (cours et volume) et toutes les opérations.

Les marchés pratiquent des tarifs différents selon que l'utilisateur des listes de données N1 ou N2 est professionnel ou non. Il s'agit des droits d'abonnement. En général, les utilisateurs professionnels sont des personnes physiques et des organisations qui utilisent les données de marché à des fins commerciales (par exemple, les courtiers et leur personnel). Les utilisateurs non professionnels sont des personnes physiques qui se servent des données à des fins personnelles.

En ce qui concerne les droits facturés pour chaque liste de données et type d'utilisateur, les données N2 coûtent généralement plus cher que les données N1, et les données pour les utilisateurs professionnels plus cher que celles pour les utilisateurs non professionnels. En outre, au Canada, les droits facturés pour les titres inscrits à la cote de la TSX sont généralement plus élevés que ceux facturés pour les titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX, tant pour les données N1 que pour les données N2.

Au Canada et à l'étranger, les droits diffèrent également entre les marchés selon la façon dont ils sont facturés. En général, le tarif de la liste la plus chère inclut celui de la

moins chère si l'abonnement comprend les deux (N1 et N2). Toutefois, on trouve certaines exceptions à la règle au Canada¹.

On trouvera ci-après une comparaison des droits facturés aux abonnés non professionnels et aux abonnés professionnels par les marchés de titres de capitaux propres au Canada, avec certaines données comparables internationales.

A. Comparaison des frais facturés aux utilisateurs non professionnels et professionnels

1. Canada

Produits de données par marché d'inscription	Non professionnels	Professionnels	Non professionnels en % des professionnels
Titres sur la TSX			
TSX TL1	6,00 \$	30,00 \$	20,00 %
TSX TL2 MarketBook	36,00 \$	80,00 \$	45,00 %
Chi-X N1	- \$	12,00 \$	0,00 %
Chi-X N2	- \$	30,00 \$	0,00 %
CX2 N1	- \$	- \$	0,00 %
CX2 N2	- \$	- \$	0,00 %
Alpha N1	3,00 \$	15,00 \$	20,00 %
Alpha N2 MarketBook	18,00 \$	48,00 \$	37,50 %
Omega N1 (TSX, Bourse de croissance TSX et CSE)	2,85 \$	2,85 \$	100,00 %
Omega N2 (TSX, Bourse de croissance TSX et CSE)	2,85 \$	2,85 \$	100,00 %
Lynx N1 (TSX et Bourse de croissance TSX)	- \$	- \$	0,00 %
Lynx N2 (TSX et Bourse de croissance TSX)	- \$	- \$	0,00 %
CSE – N1 – tous (dont CSE)	2,40 \$	12,00 \$	20,00 %
CSE – N2 – tous (dont CSE)	20,40 \$	30,00 \$	68,00 %
Titres sur la Bourse de croissance TSX			
Bourse de croissance TSX	6,00 \$	25,00 \$	24,00 %

¹ La TSX et la Bourse de croissance TSX facturent les données N1 et N2 si l'utilisateur achète les données N2. Omega facture ses données N1 et applique un congé de droits à ses données N2. Autrement dit, quiconque achète les données N2 paie les droits des données N1.

CL1			
TSX TL2 MarketBook	30,00 \$	51,00 \$	58,82 %
Chi-X N1	- \$	5,25 \$	0,00 %
Chi-X N2	- \$	10,00 \$	0,00 %
CX2 N1	- \$	- \$	0,00 %
CX2 N2	- \$	- \$	0,00 %
Alpha N1	1,50 \$	7,50 \$	20,00 %
Alpha N2 MarketBook	9,00 \$	24,50 \$	36,73 %
CSE N1 et N2 (titres sur CSE uniquement)	2,00 \$	10,00 \$	20,00 %

2. États-Unis

États-Unis – « Tapes »	Non professionnels	Professionnels	Non professionnels en % des professionnels
CTA - Tape A - N1 (grand utilisateur)	1,00 \$	20,00 \$	5,0 %
CTA - Tape A - N1 (petit utilisateur)	1,00 \$	50,00 \$	2,0 %
CTA - Tape B - N1	1,00 \$	24,00 \$	4,2 %
UTP - Tape C - N1	1,00 \$	23,00 \$	4,3 %
Total (y compris Tape A petit utilisateur)	3,00 \$	97,00 \$	3,1 %
Total (y compris Tape A grand utilisateur)	3,00 \$	67,00 \$	4,5 %

3. International

Produits de données par marché	Non professionnels	Professionnels	Non professionnels en % des professionnels
BATS / Chi-X Europe - N1	- £	20,00 £	0,0 %
BATS / Chi-X Europe - N2	- £	45,00 £	0,0 %
LSE - Membre - N1 (catégorie inférieure - non professionnels)	4,10 £	28,70 £	14,3 %
LSE - Membre - N1 (catégorie supérieure - non professionnels)	0,20 £	28,70 £	0,7 %

professionnels)			
LSE - Membre - N2	6,00 £	105,00 £	5,7 %
LSE – Non membre - N1 (catégorie inférieure - non professionnels)	4,10 £	40,00 £	10,3 %
LSE – Non membre - N1 (catégorie supérieure - non professionnels)	0,20 £	40,00 £	0,5 %
LSE – Non membre - N2	6,00 £	157,50 £	3,8 %
Borsa Italia - N1 (catégorie inférieure - non professionnels)	0,42 €	12,60 €	3,3 %
Borsa Italia - N1 (catégorie supérieure - non professionnels)	0,32 €	12,60 €	2,5 %
Borsa Italia - N2	1,25 €	42,00 €	3,0 %
NASDAQ OMX Nordic - N1	1,00 €	29,00 €	3,4 %
NASDAQ OMX Nordic - Totalview	10,00 €	74,00 €	13,5 %
NYSE Euronext European - N1	1,00 \$	61,00 \$	1,6 %
NYSE Euronext European - N2	1,00 \$	86,00 \$	1,2 %
ASX Total - N2	25,00 \$	55,00 \$	45,5 %
BM&F BOVESPA (liste BOVESPA) - N2	1,50 BRL	90,00 BRL	1,7 %