

Avis de publication des ACVM
Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation
Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation

Le 7 avril 2016

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») ont approuvé des modifications au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « règlement ») et à l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (l'« instruction générale ») (collectivement, les « modifications »), et mettent la dernière main à une méthode de surveillance réglementaire des droits relatifs aux données de marché (la « méthode d'examen des droits relatifs aux données »).

Les modifications, ainsi que d'autres éléments d'information pertinents, sont publiés avec le présent avis et peuvent être consultés sur les sites Web de divers membres des ACVM, notamment :

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.fcaa.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications entreront en vigueur le 6 juillet 2016, sauf celles concernant le seuil de part de marché, qui entreront en vigueur le 1^{er} octobre 2016.

Objet

Les modifications visent à mettre à jour le règlement et l'instruction générale en fonction de l'application du régime de protection des ordres (RPO) et en réponse à des faits nouveaux sur les marchés. Elles adaptent le cadre réglementaire de façon à conserver les principes fondamentaux du RPO, mais règlent certaines questions d'inefficiences et de coûts découlant de la mise en œuvre de ce dernier. En outre, elles ajoutent dans l'instruction générale des indications relatives à l'application du RPO aux cas où un marché a instauré un délai intentionnel.

Contexte

À la suite d'un examen du RPO, les ACVM ont publié des projets de modification du règlement et de l'instruction générale le 15 mai 2014 (l'« avis de 2014 »)¹. Après examen des commentaires reçus dans le cadre de la première consultation, nous avons apporté des changements mineurs à certains aspects des projets. Pour de plus amples renseignements sur l'objet des projets de modification, se reporter à l'avis de 2014.

De plus, le 12 juin 2015, nous avons publié un projet de modification de l'instruction générale en réponse à des changements apportés à la fonctionnalité de certains marchés (l'« avis de 2015 »)². Ces changements imposent des délais dans la saisie des ordres dans le moteur de négociation du marché, ce qui aurait comme conséquence d'empêcher pendant un certain temps l'exécution immédiate des ordres soumis contre le volume affiché. L'introduction de ces délais, appelés communément des « ralentisseurs », a soulevé la question de savoir si le RPO devrait s'appliquer aux ordres affichés sur ces marchés. En réponse aux commentaires reçus à l'égard de l'avis de 2015, nous avons apporté des changements mineurs au libellé proposé à l'origine. Pour de plus amples renseignements, se reporter à l'avis de 2015.

Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

En réponse à l'avis de 2014 et à l'avis de 2015, nous avons reçu respectivement 27 et 14 mémoires. Nous avons étudié les commentaires des intervenants et les remercions de leur participation. Le nom des intervenants et un résumé des commentaires, accompagnés de nos réponses, sont présentés en Annexe B et en Annexe C du présent avis. Les mémoires peuvent être consultés au www.lautorite.qc.ca.

Résumé des modifications et changements notables

L'Annexe A du présent avis contient un résumé des modifications ainsi qu'une description des changements notables apportés aux modifications proposées dans l'avis de 2014 et l'avis de 2015.

Points d'intérêt local

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières sont publiés avec le présent avis.

Annexes

- A. Résumé des modifications et changements notables
- B. Liste des intervenants sur les projets de modification publiés le 15 mai 2014 et celui publié le 12 juin 2015

¹ Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, volume 11, n^o 19 du 15 mai 2014.

² Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, volume 12, n^o 24 du 18 juin 2015.

- C. Résumé des commentaires reçus à l'égard de l'avis de 2014 et de l'avis de 2015, accompagné des réponses des ACVM
- D. Méthode d'examen des droits relatifs aux données

Questions

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

<p>Serge Boisvert Analyste à la réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca</p>	<p>Roland Geiling Analyste en dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers roland.geiling@lautorite.qc.ca</p>
<p>Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tstern@osc.gov.on.ca</p>	<p>Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tbaikie@osc.gov.on.ca</p>
<p>Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario abazavan@osc.gov.on.ca</p>	<p>Louis-Philippe Pellegrini Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario lpellegrini@osc.gov.on.ca</p>
<p>Paul Redman Principal Economist, Strategy & Operations Commission des valeurs mobilières de l'Ontario predman@osc.gov.on.ca</p>	<p>Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission lynn.tsutsumi@asc.ca</p>
<p>Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission sasha.cekerevac@asc.ca</p>	<p>Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission bsinclair@bcsc.bc.ca</p>

ANNEXE A

Résumé des modifications et des changements notables

La présente annexe contient un résumé des modifications et une description des changements notables apportés aux projets de modification publiés dans l'avis de 2014 et l'avis de 2015. Elle fournit en outre des précisions sur d'autres questions relatives aux modifications. L'information y est présentée sous les rubriques suivantes :

1. Seuil de part de marché
2. Ordres figés ou croisés
3. Frais de négociation
4. Délais intentionnels dans le traitement des ordres
5. Méthode d'examen des droits relatifs aux données
6. Obligations de meilleure exécution et communication d'information
7. Étude pilote sur l'interdiction des marchés de payer des rabais

Dans la présente annexe, on entend par « marchés protégés » les marchés qui affichent des ordres protégés en vertu du RPO et par « marchés non protégés » les marchés n'affichant pas d'ordres protégés.

1. Seuil de part de marché

Nous demeurons d'avis que le RPO est un élément précieux du cadre réglementaire, mais reconnaissons toutefois que son application actuelle a introduit des inefficiences et des coûts. De plus, nous estimons que le règlement procure une forme de soutien aux marchés en exigeant que les participants au marché aient accès directement ou indirectement à tous les marchés protégés et paient les coûts qui y sont associés. Les modifications laisseront aux participants au marché la latitude nécessaire pour déterminer si et quand ils doivent accéder à la négociation sur certains marchés en limitant l'application du RPO aux ordres affichés sur les marchés qui atteignent le seuil de part de marché établi par les ACVM.

Les avis exprimés en réponse à la publication de l'avis de 2014 sont partagés en ce qui a trait au seuil de part de marché. Les partisans de cette solution n'appuient pas unanimement le seuil précis proposé, certains ayant présenté des arguments en faveur d'un pourcentage plus élevé et d'autres, plus bas. Nombre d'intervenants ont indiqué que tout pourcentage appliqué serait arbitraire. Les opposants s'inquiètent des répercussions sur la concurrence et de la complexité accrue qu'elle créerait sur les

marchés, du fait que certains marchés visibles afficheraient des ordres protégés en vertu du RPO et d'autres des ordres non protégés.

Nous prenons acte des préoccupations exprimées dans certains des mémoires présentés. Cependant, après examen de tous les commentaires reçus, nous estimons que l'établissement d'un seuil est la méthode la plus pertinente actuellement pour équilibrer les avantages du RPO et les coûts associés à son application.

Nous demeurons favorables à la concurrence entre les marchés, mais estimons que les avantages qui en découlent devraient se réaliser en accordant aux utilisateurs de services des marchés une certaine latitude dans la décision d'accéder ou non aux marchés et de payer ou non pour leurs services. Cela est particulièrement vrai lors du lancement de nouveaux marchés visibles au Canada, auxquels les participants sont actuellement tenus de se connecter ou d'accéder immédiatement pour s'assurer de respecter le RPO.

Le seuil de part de marché sera établi initialement dans chaque territoire par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières, à 2,5 %, calculé selon la moyenne de la part du volume et de la valeur ajustés¹ des opérations (pondérés également) sur un an², et appliquée au niveau du marché ou du mécanisme si un marché comporte plusieurs marchés ou mécanismes visibles³. 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 intentionnelles⁴;
- les opérations sur les marchés ou mécanismes au fixage (y compris les mécanismes au fixage existants qui déterminent le cours d'ouverture et de clôture);
- les opérations sur lots irréguliers;
- les opérations auto-exécutées en exécution des obligations des teneurs de marché ou à l'exercice de droits de participation;
- les opérations sur des ordres assortis de conditions particulières.

Les ordres affichés sur une bourse reconnue qui n'atteint pas le seuil de part de marché seront protégés, mais seulement pour les titres qui y sont inscrits à la cote et négociés. Dans ces circonstances, de façon similaire à l'application du seuil de part de marché, la protection des ordres affichés visant des titres inscrits à la cote d'une bourse reconnue

¹ Le volume et la valeur des opérations seront ajustés pour en exclure certaines opérations.

² Le volume et la valeur seront calculés en fonction de l'ensemble du marché, plutôt que séparément par marché d'inscription.

³ Certains marchés ont actuellement des registres visibles distincts d'enchères en continu auxquels le seuil de part de marché sera appliqué séparément.

⁴ 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 serait protégé en vertu du RPO, il serait inclus dans le calcul de la part de marché.

s'appliquera au niveau de chaque marché ou mécanisme de la bourse si celle-ci comporte plusieurs marchés ou mécanismes.

i) Calcul du seuil de part de marché

Une fois le seuil établi dans chaque territoire par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières, la part de marché et la liste des marchés protégés seront rendus publics sur les sites Web des ACVM et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM). Le calcul initial pour les marchés protégés prendra effet pour une période de six mois et sera publié la première semaine de juin 2016. Il entrera en vigueur le 1^{er} octobre 2016 et reposera sur les données sur les opérations du 1^{er} juin 2015 au 31 mai 2016.

Après la période initiale, l'application du RPO aux ordres affichés, en ce qui a trait au seuil de part de marché, sera effective pendant une période d'un an et fera l'objet d'un renouvellement annuel, et ce, de façon continue. Les participants au marché disposeront d'un délai d'environ trois mois après la publication de chaque liste pour faciliter tout changement opérationnel requis. Les critères servant au calcul du seuil ainsi que le processus de communication de la liste des marchés protégés pendant la période effective seront également rendus publics, et tout changement au seuil de part de marché sera apporté par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières et sera annoncé publiquement au moyen d'un avis du personnel des ACVM.

Par souci de commodité, le tableau ci-dessous indique la période initiale de 6 mois et la période de référence, ainsi que le calendrier des calculs annuels par la suite.

	Période de calcul	Date de publication de la liste des marchés protégés	Date d'entrée en vigueur
Mise en œuvre initiale	Données sur les opérations du 1 ^{er} juin 2015 au 31 mai 2016	La première semaine de juin 2016	Du 1 ^{er} octobre 2016 au 31 mars 2017
Première application à tous les ordres	Données sur les opérations du 1 ^{er} janvier 2016 au 31 décembre 2016	Au plus tard le 15 janvier 2017	Le 1 ^{er} avril 2017
Mise en œuvre continue	Données sur les opérations du premier au dernier jour de l'année, tous les ans	Annuellement, au plus tard le 15 janvier de chaque année	Annuellement, le 1 ^{er} avril

ii) Examen continu de l'incidence du seuil

Nous avons l'intention d'exercer une surveillance continue de l'incidence du seuil. Nous comptons effectuer un examen de l'incidence du seuil de part de marché et des économies qui en découleront, et du pourcentage auquel il est établi, une fois que les données sur un an seront disponibles et analysables.

iii) Changements aux projets de modification présentés dans l'avis de 2014

Dans l'avis de 2014, nous proposons de fixer le seuil de part de marché à 5 %. Comme il est indiqué ci-dessus, les commentaires reçus à ce propos étaient partagés. À la suite des commentaires reçus dans le cadre de la consultation publique et de discussions au sein des ACVM, nous avons l'intention de fixer le seuil de part de marché à 2,5 %, calculé selon la moyenne de la part du volume et de la valeur ajustés des opérations, pondérés également.

Ce seuil inférieur permettra de remédier à certaines des préoccupations relatives aux répercussions possibles sur la concurrence, tout en fixant le niveau de base de l'activité de négociation à compter duquel les ordres affichés seront protégés. Ce seuil laissera aux courtiers un certain choix concernant les nouveaux marchés et ceux en dessous du seuil.

2. Ordres figés ou croisés

Les dispositions de l'article 6.5 du règlement relatives aux ordres figés ou croisés seront limitées dans leur application aux « ordres protégés ». Ce changement n'empêchera pas les participants au marché de saisir des ordres sur des marchés protégés qui figeraient ou croiseraient un ordre sur un marché non protégé.

3. Frais de négociation

Les modifications plafonneront les frais de négociation active facturés par les marchés⁵. Comme il était proposé dans l'avis de 2014, le plafond s'appliquera à la négociation de titres de capitaux propres et de parts de fonds négociés en bourse (FNB) aux enchères en continu et sera fixé à 0,0030 \$ par action ou part négociée pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus, et à 0,0004 \$ par action ou part négociée pour les titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$.

L'avis de 2014 indiquait également que le plafond de 0,0030 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus correspond à celui en vigueur aux États-Unis en vertu de la Rule 610(c) du Regulation National Market System. Nous reconnaissons que le plafond des frais de négociation excède les frais que facturent actuellement la plupart des marchés canadiens et prenons acte des commentaires reçus dans le cadre de la consultation publique selon lesquels le plafond est trop élevé. Nous avons décidé de conserver le plafond proposé de façon à plafonner provisoirement les frais de négociation active pendant que nous étudierons les autres étapes qui nous permettraient de régler la question du niveau des frais de négociation au Canada.

Nous prenons acte de l'avis des intervenants qui jugent que le plafond devrait être moins élevé. Cependant, comme notre marché est fortement intégré à celui des

⁵ Dans le cadre des modifications, les « frais de négociation active » s'entendent des frais exigés par les marchés pour exécuter un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur ce marché aux enchères en continu.

États-Unis et que l'activité de négociation visant les titres inscrits à la fois au Canada et aux États-Unis (les « titres intercotés ») est significative, nous craignons les répercussions négatives que l'établissement d'un plafond sur les frais de négociation des titres intercotés qui serait considérablement différent des plafonds comparables aux États-Unis pourrait avoir sur le marché canadien. Comme les fournisseurs de liquidité sont sensibles aux rabais qu'ils reçoivent pour afficher des ordres sur certains marchés, une diminution des frais facturés par ces marchés se traduirait par une baisse des rabais consentis également. Si l'écart entre les rabais consentis au Canada et aux États-Unis sur des titres intercotés était trop grand, il pourrait s'ensuivre un déplacement des liquidités vers les marchés américains et un élargissement des écarts sur les marchés canadiens.

Cependant, en plus des plafonds approuvés dans le cadre des modifications, nous publions aujourd'hui un avis distinct sollicitant des commentaires sur une révision du plafond des frais de négociation active, qui ne serait applicable qu'aux titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus et qui sont inscrits à la cote d'une bourse canadienne, mais pas à celle d'une bourse américaine par ailleurs (les « titres non intercotés »). Le plafond proposé pour ces titres s'élèverait à 0,0017 \$ par action (on trouvera de l'information plus détaillée dans cet avis). Après approbation du plafond inférieur pour les titres non intercotés, le plafond des frais de négociation active de 0,0030 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus ne s'appliquerait qu'aux titres intercotés.

4. Délais intentionnels dans le traitement des ordres

Comme il est indiqué ci-dessus, l'avis de 2015 présentait un projet de modification de l'instruction générale portant sur la mise en place, par les marchés, de « ralentisseurs » destinés à retarder la saisie des ordres dans le moteur de négociation. Nous proposons d'ajouter dans l'instruction générale des indications relatives au RPO selon lesquelles les ordres affichés sur un marché qui impose un délai intentionnel dans le traitement des ordres ayant pour effet d'empêcher l'exécution immédiate d'un ordre contre le volume affiché ne seraient pas considérés comme des « ordres protégés » au sens du règlement.

Après examen des commentaires reçus, nous apportons à ces propositions certains changements mineurs en vue de clarifier le libellé de la modification à la demande de certains intervenants. Ces changements visent à améliorer la clarté de l'interprétation de l'expression « fonctionnalité de négociation automatisée » dans le règlement et à préciser les types de facteurs sur lesquels on établit si un marché offre l'option de faire exécuter l'ordre « immédiatement ».

5. Méthode d'examen des droits relatifs aux données

Afin de prévoir un processus transparent de surveillance réglementaire des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés aux professionnels, nous mettons la dernière main à la méthode d'examen des droits relatifs aux données

proposée dans l'avis de 2014 et l'adoptons officiellement. Elle est actuellement utilisée de façon informelle dans l'examen de ces droits en Ontario.

Comme il est indiqué dans l'avis de 2014, la méthode d'examen des droits relatifs aux données permet d'estimer des droits ou une fourchette de droits pour les données à la tête du registre (niveau 1) et de profondeur du registre (niveau 2) de chaque marché en fonction de la contribution de celui-ci à la formation des cours et de son activité de négociation.

La méthode d'examen des droits relatifs aux données comporte trois étapes :

- le calcul des mesures avant et après les opérations
- l'établissement d'un classement relatif des marchés;
- une estimation des droits ou de la fourchette de droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels par chaque marché en fonction d'un montant de référence.

Dans les cas pertinents, les mesures avant les opérations comprendront les cours affichés sur tous les marchés canadiens, que les ordres soient considérés comme protégés ou non protégés pour l'application du RPO.

La méthode d'examen des droits relatifs aux données servira à évaluer la valeur relative des listes de données de marché fournies en temps réel par chaque marché à ses abonnés professionnels, et sera appliquée dans les contextes suivants :

- a) un examen annuel des droits facturés aux professionnels pour les listes de données de niveau 1 et 2 et une approbation préalable pour les frais jugés déraisonnablement élevés;
- b) l'examen et l'approbation de toute modification aux droits relatifs aux données de niveau 1 et 2 proposée par les marchés.

Le paragraphe 5 de l'article 3.2 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* oblige les bourses reconnues et les systèmes de négociation parallèle (SNP) à déposer une version mise à jour et consolidée du formulaire prévu à l'Annexe 21-101A1 ou 21-101A2 dans les 30 jours suivant la fin de chaque année civile. En Ontario, la CVMO appliquera la méthode d'examen aux droits relatifs aux données de marché de niveau 1 et 2 facturés aux professionnels et présentés dans le document consolidé conformément à l'Annexe L – *Droits* dans le but d'établir si ces droits excèdent la fourchette révélée au moyen de la méthode.

La méthode d'examen des droits relatifs aux données s'appliquera à tous les marchés, qu'ils soient protégés ou non, parce que nous estimons approprié de maintenir un certain degré de surveillance et de garantir un équilibre constant sur tous les marchés entre la valeur établie selon la méthode et les frais associés qui sont facturés pour les

données. Cela est particulièrement important lorsqu'il s'agit de respecter les obligations de meilleure exécution applicables.

i) *Changements apportés à la méthode d'examen des droits relatifs aux données*

Nous signalons que même si l'approche générale des droits relatifs aux données de marché n'a pas changé par rapport à celle proposée dans l'avis de 2014, nous avons modifié la méthode d'examen des droits relatifs aux données de la façon indiquée ci-dessous pour tenir compte des commentaires des intervenants et de nos observations. Pour de l'information plus détaillée, on se reportera à l'annexe A-2 de l'avis de 2014 et à l'Annexe D du présent avis.

a) *Mesures avant et après les opérations*

L'annexe A-2 de l'avis de 2014 détaillait certaines mesures particulières, avant et après les opérations, qui serait utilisées pour classer la contribution relative de chaque marché à la formation des cours et à l'activité de négociation. L'une de ces mesures, appelée « \$Temps(égal) », servirait à mesurer la contribution du marché à la profondeur de la liquidité affichée au meilleur cours acheteur et vendeur. Certains intervenants ont indiqué craindre que l'utilisation de cette mesure dans un modèle de classement ne gonfle le classement des marchés qui affichent les cours de titres non liquides et ne soit susceptible de manipulations. Compte tenu de ces craintes, cette mesure avant les opérations et le modèle de classement dans lequel elle est utilisée (voir l'analyse ci-dessous) ne feront plus partie de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

L'une des mesures après les opérations proposées, appelée « étendue de la négociation », mesurait le nombre de symboles négociés sur chaque marché. Dans l'avis de 2014, nous indiquions certains désavantages ou inconvénients de l'utilisation de cette mesure dans un modèle de classement, en particulier le fait qu'elle pourrait avantager de façon disproportionnée les marchés occupant une grande part de marché et désavantager les concurrents plus petits ou les nouveaux venus. Son utilisation pourrait aussi « pénaliser deux fois » les marchés sur lesquels tous les titres ne sont pas négociés, et elle pourrait faire l'objet de manipulations. Après un nouvel examen de la question, nous avons exclu la mesure de l'« étendue de la négociation » du modèle de classement dans lequel elle est utilisée (comme il est expliqué ci-dessous). Cependant, nous continuerons de l'utiliser de façon indépendante des modèles de classement afin de mieux comprendre la gamme de titres négociés sur chaque marché par rapport à tous les titres négociés sur l'ensemble des marchés.

b) *Modèles de classement*

L'annexe A-2 de l'avis de 2014 présentait des projets de modèles de classement relatif des marchés. L'un deux, appelé « agence de traitement de l'information – pondération

égale »⁶, qui utilise la mesure « \$Temps(égal) » susmentionnée, a suscité des inquiétudes. Des intervenants ont indiqué que ce modèle de classement donnerait un poids égal aux différentes mesures avant les opérations utilisées, plutôt que de faire reposer le calcul sur la valeur. De plus, ce modèle ne ferait pas de distinction entre les actions qui sont négociées fréquemment et celles qui le sont rarement, ce qui aurait pour effet de gonfler le classement des marchés qui négocient des titres non liquides. Compte tenu des préoccupations exposées, nous avons exclu ce modèle de classement de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

En ce qui concerne les modèles de classement et comme il est expliqué ci-dessus, afin de nous assurer que tous les marchés sont traités avec équité dans le processus de classement relatif, nous avons modifié la formule utilisée dans l'un des modèles de classement en particulier, appelé le « modèle 3 », dans le but précis d'exclure du calcul l'« étendue de la négociation » proposée initialement.

c) *Prix de référence provisoire*

Dans l'avis de 2014, nous indiquions également deux montants de référence (un canadien et un étranger) pouvant servir à attribuer des droits estimatifs ou une fourchette de droits estimatifs à un marché. Nous avons remarqué à cette époque que la sélection du montant de référence approprié était un élément clé de l'application adéquate de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

Nous entendons faire appel à l'externe pour nous aider à déterminer l'indicateur de référence approprié au cours des prochains mois. Entre-temps, nous appliquerons le *montant de référence canadien*, décrit dans l'avis de 2014, qui regroupe les droits relatifs aux données facturés par tous les marchés dans un « panier » et qui redistribue ensuite le montant en fonction des modèles de classement obtenus au moyen de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

Nous sommes d'accord avec les intervenants qui estiment que les droits actuels sont trop élevés et qu'il peut être déraisonnable de fonder un montant de référence canadien sur un montant total. Malgré cela, nous jugeons nécessaire d'instaurer officiellement la méthode d'examen des droits relatifs aux données afin de gérer les niveaux de droits existants. Même si la méthode sera utilisée dans les cas de droits jugés déraisonnablement élevés, nous n'appliquerons ni la méthode ni le montant de référence pour appuyer des hausses des droits avant qu'un indice de référence approprié n'ait été établi.

d) *Droits relatifs aux données de marché facturés aux utilisateurs non professionnels*

Nous faisons part dans l'avis de 2014 de nos réserves au sujet du niveau des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés par les marchés aux utilisateurs

⁶ Ce modèle est fondé sur des mesures utilisées par l'agence de traitement de l'information aux États-Unis.

non professionnels au Canada. Nous indiquons également que nous envisageons soit de plafonner les droits relatifs aux données facturés aux non professionnels à un taux fixé en pourcentage des droits examinés ou approuvés pour les abonnés professionnels, soit la mise au point d'une méthode analogue à celle appliquée aux utilisateurs de données professionnels.

Nous continuerons de surveiller l'évolution de la question des droits relatifs aux données de marché facturés aux utilisateurs non professionnels et évaluerons la nécessité de prendre ou non des mesures ultérieurement.

6. Obligations de meilleure exécution et communication d'information

Nous mettons la dernière main aux modifications à l'instruction générale, qui introduiront des indications visant à donner aux courtiers des précisions sur la meilleure exécution et l'accès à des marchés auxquels un courtier n'est pas tenu d'accéder pour se conformer à la réglementation.

Également sur la question de la meilleure exécution, dans l'avis de 2014, nous proposons des modifications introduisant pour les courtiers de nouvelles obligations d'information sur les politiques en matière de meilleure exécution. Cette information porte principalement sur le traitement et l'acheminement des ordres et sur les conflits d'intérêts potentiels. Elle garantirait aux clients un niveau minimal d'information pour les aider à prendre des décisions éclairées au sujet de l'utilisation des services de leur courtier.

Pour le moment, nous ne donnerons pas suite aux modifications proposées relativement à la communication par le courtier d'information sur la meilleure exécution. Le 10 décembre 2015, l'OCRCVM a publié pour consultation le document intitulé *Dispositions proposées concernant la meilleure exécution et des indications connexes*⁷. Les projets de modification de l'OCRCVM consistaient à mettre à jour et à regrouper les exigences en matière de meilleure exécution des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) et des règles des courtiers membres dans une seule règle des courtiers membres sur la meilleure exécution. Les mises à jour proposées aideraient les courtiers à s'acquitter de leurs obligations de meilleure exécution dans un contexte multimarché et tiendraient compte des modifications proposées par les ACVM dans l'avis de 2014.

Nous estimons que le report de la finalisation des modifications proposées dans l'avis de 2014 relativement à la communication par le courtier d'information sur la meilleure exécution nous permettra de tirer parti des commentaires reçus en réponse aux projets de modification de l'OCRCVM.

⁷ Publié à l'adresse suivante : http://www.ocrcvm.ca/Documents/2015/8df7a02c-4491-4fd0-b317-4c90bdc722a2_fr.pdf

7. Étude pilote sur l'interdiction des marchés de payer des rabais

Dans l'avis de 2014, nous exprimions notre intention de réaliser une étude pilote sur l'effet d'une interdiction de la pratique des marchés canadiens consistant à payer des rabais. Nous indiquions que, selon nous, 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 et 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 dans leurs décisions d'acheminement.

Même si nous croyons toujours qu'une étude pilote sur l'effet possible d'une telle interdiction serait utile, des problématiques importantes ont été soulevées dans le cadre de la consultation ainsi qu'au cours de réunions de suivi avec des intervenants du secteur et des universitaires. La principale problématique a trait à l'inclusion des titres intercotés dans l'étude pilote, et sur les répercussions négatives possibles si une étude semblable n'était pas effectuée aussi aux États-Unis. Nous partageons les inquiétudes exprimées quant à la perte ou au déplacement possible de la liquidité des titres intercotés si nous devons procéder à l'étude en l'absence d'obligations réglementations similaires aux États-Unis. Nous avons envisagé la possibilité de mener une étude pilote qui exclurait les titres intercotés, mais compte tenu de l'importance de l'activité de négociation⁸ visant ces titres en fait de volume et de valeur, nous ne sommes pas convaincus qu'elle donnerait des résultats significatifs. Nous continuerons de surveiller les tendances en matière de réglementation et de nous concerter avec nos homologues américains, et réfléchirons à la possibilité de mener une étude pilote conjointe si l'occasion se présente.

⁸ Selon les données de 2015, nous estimons que la négociation de titres intercotés au Canada représente environ 28 % du volume total et environ 56 % de la valeur totale des opérations (source : Bloomberg).

ANNEXE B

Liste des intervenants

Avis de 2014

Acumen Capital Finance Partners Limited
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
BlackRock Asset Management Canada Limited
BMO Marchés des Capitaux
Bourse des valeurs canadiennes
Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies
Canadian Securities Traders Association, Inc.
Chi-X Canada ATS Limited
Financière Banque Nationale Inc.
Gestion de Placements TD Inc.
Groupe TMX Limité
ITG Canada Corp.
Katya Malinova et Andreas Park, Département d'économie, Université de Toronto
La Neo Bourse Aequitas Inc.
Leede Financial
Liquidnet Canada
Marchés mondiaux CIBC inc.
Omega Securities Inc.
RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
RBC Marchés de Capitaux
Scotia Capitaux Inc.
Stikeman Elliott S.E.N.C.R.L., s.r.l.
Tradebot Systems Inc.
True North Vantage
Valeurs mobilières TD
W.D. Latimer Co. Limited

Avis de 2015

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
Canadian Securities Traders Association, Inc.
Chi-X Canada ATS Limited
Financière Banque Nationale Inc.
Groupe TMX Limité
ITG Canada Corp.
KOR Group LLC
La Neo Bourse Aequitas Inc.
Marchés mondiaux CIBC inc.
PI Financial Corp.
RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
Scotia Capitaux Inc.
The Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies

ANNEXE C

Résumé des commentaires sur l'avis de 2014 et réponses des ACVM

Sujet	Résumé des commentaires	Réponse des ACVM
<p data-bbox="183 415 431 485">Seuil de part de marché</p> <p data-bbox="183 562 431 598">Niveau du seuil</p>	<p data-bbox="448 415 1021 520">La plupart des intervenants se sont exprimés au sujet du seuil proposé, et les avis sont partagés.</p> <p data-bbox="448 562 1021 850">Un certain nombre d'intervenants appuient le seuil proposé de 5 %. Ils estiment que, dans la forme proposée, le seuil offre un équilibre raisonnable et permet aux courtiers de prendre des décisions en matière de connectivité aux marchés, tout en conservant la plupart des avantages du RPO.</p> <p data-bbox="448 892 1021 1249">Cependant, certains de ceux qui appuient en général l'instauration d'un seuil de part de marché expriment des inquiétudes par rapport au niveau proposé, en particulier sur la capacité des marchés non protégés d'atteindre et de maintenir un seuil de 5 %, et sur les conséquences négatives possibles sur la concurrence. Certains proposent de l'abaisser.</p> <p data-bbox="448 1291 1021 1648">Un certain nombre d'intervenants s'opposent tant à l'introduction d'un seuil de part de marché qu'au niveau proposé. Ils craignent que cette approche ajoute à la complexité et nuise à la concurrence. De plus, un intervenant est d'avis qu'au niveau proposé, le seuil pourrait exacerber les problèmes que les ACVM cherchent à régler.</p>	<p data-bbox="1037 562 1435 1176">Nous prenons acte du fait que les commentaires reçus au sujet du seuil de part de marché sont partagés, tant sur l'introduction d'un seuil que sur le niveau proposé. Nous demeurons toutefois d'avis que l'introduction d'un seuil est la meilleure méthode pour réaliser l'équilibre entre les avantages du RPO et certaines des inefficiences et certains des coûts qu'entraîne sa mise en œuvre.</p> <p data-bbox="1037 1218 1435 1690">Dans l'avis de 2014, nous proposons un seuil de part de marché de 5 %. Compte tenu des commentaires reçus et après discussion, nous avons décidé de l'abaisser à 2,5 %. Nous estimons que ce seuil plus bas remédie à certaines des préoccupations soulevées au sujet de son incidence sur la concurrence.</p> <p data-bbox="1037 1732 1435 1873">Quant à la complexité que l'introduction du seuil ajoute au système, nous signalons que l'évolution</p>

<p>Incidence du seuil sur la concurrence</p>	<p>Les avis sont partagés au sujet de l'incidence de l'introduction d'un seuil. Cependant, comme il est précisé ci-dessus, nombre d'intervenants indiquent craindre que le taux proposé de 5 % n'ait une incidence négative sur la concurrence et ne représente un obstacle à l'entrée sur le marché de nouveaux concurrents.</p>	<p>des modèles de négociation des marchés relativement aux délais de traitement des ordres a déjà entraîné des décisions réglementaires qui ont introduit dans le système une bonne part de la complexité signalée par les intervenants.</p> <p>Comme il est indiqué ci-dessus, nous abaissons le seuil de 5 % à 2,5 %. À notre avis, il est nécessaire pour établir un équilibre avec certaines inefficiences et certains coûts du RPO, mais nous prenons acte de la crainte que, dans la conjoncture actuelle des marchés canadiens, un taux de 5 % ne représente un obstacle à la concurrence.</p>
<p>Critères pour le calcul du seuil</p>	<p>Les avis sur les mesures utilisées dans le calcul du seuil sont partagés. La plupart des intervenants appuient la décision d'inclure l'activité de négociation dans le calcul, mais ils sont moins nombreux à approuver celle d'accorder le même poids au volume et à la valeur des opérations.</p>	<p>Nous pensons toujours qu'il est approprié d'accorder le même poids au volume et à la valeur des opérations afin d'obtenir un résultat plus équilibré et de tenir compte des marchés qui négocient essentiellement des titres dont la valeur est peu élevée.</p>
<p>Seuil de part de marché –</p>	<p>Certains intervenants appuient l'approche proposée à l'égard du</p>	<p>Nous sommes toujours d'avis qu'il est important</p>

<p>traitement des bourses d'inscription</p>	<p>traitement des bourses d'inscription qui n'atteignent pas le seuil de part de marché. D'autres, toutefois, expriment la crainte que des bourses ne soient ainsi incitées à inscrire des titres à leur cote pour bénéficier de la protection des ordres.</p>	<p>d'offrir la protection des ordres aux bourses reconnues qui n'atteignent pas le seuil de part de marché, mais seulement pour les titres qui sont inscrits à leur cote. Comme il était indiqué dans l'avis de 2014, nous jugeons qu'une bourse reconnue ne devrait pas être désavantagée en ce qui concerne les titres qui sont inscrits à sa cote par rapport à un marché qui négocierait un très petit volume de ces titres, mais qui, lui, atteindrait le seuil prescrit. De plus, nous appuyons le principe voulant que les bourses qui contribuent au processus de collecte de capitaux continuent de jouir de la protection des ordres.</p> <p>Nous prenons actes des préoccupations soulevées par des intervenants quant au risque que des bourses cherchent à inscrire des titres à leur cote à seule fin de bénéficier de la protection du RPO. Nous entendons surveiller les tendances futures à cet égard.</p>
<p>Échéancier pour le calcul de la part de marché</p>	<p>Les commentaires à ce sujet sont partagés, certains appuyant le calcul annuel proposé dans l'avis de 2014 et le délai de mise en œuvre de trois mois. D'autres intervenants, cependant, craignent que l'échéancier proposé pour le calcul annuel soit trop</p>	<p>Comme il est indiqué ci-dessus, nous avons abaissé le seuil de 5 % à 2,5 %, et estimons que ce nouveau taux répondra à certaines des préoccupations soulevées.</p>

	<p>long et que les marchés atteignant le seuil prescrit pendant la période annuelle doivent attendre trop longtemps avant d'obtenir la désignation de marché protégé. Certains proposent d'effectuer des vérifications plus fréquentes du seuil ou d'abaisser celui-ci.</p>	<p>Cependant, nous préconisons toujours une mesure annuelle afin de réduire les coûts pour le secteur qui pourraient découler de calculs plus fréquents et de changements à la liste des marchés protégés.</p>
<p>Ordres figés et croisés</p>	<p>Les intervenants sont partagés entre ceux souscrivant à la décision de restreindre l'application des dispositions aux ordres protégés et ceux qui s'y opposent. Certains craignent qu'elle n'ajoute à la complexité et ne crée de la confusion chez les investisseurs. D'aucuns estiment qu'un courtier ne devrait pas être autorisé à traiter des ordres qui figent ou croisent les marchés auxquels il a accès.</p>	<p>Nous estimons toujours que les cas où des ordres figeront ou croiseront le marché seront de courte durée et que c'est le compromis à faire pour atteindre les résultats visés par l'instauration du seuil de part de marché (offrant ainsi la possibilité de gérer les inefficiences et les coûts). Nous avons évalué l'autre option proposée par certains intervenants, mais sommes inquiets de l'augmentation de la complexité et des coûts liés à la surveillance de la conformité qui en découlerait.</p>
<p>Obligations de meilleure exécution et de communication d'information</p>	<p>La plupart des intervenants appuient les indications sur la meilleure exécution ajoutées dans l'instruction générale et les projets d'obligations d'information en la matière.</p>	<p>Nous prenons acte de ces commentaires. Comme nous l'avons mentionné, nous avons reporté la finalisation des projets relatifs à la meilleure exécution pour faire concorder notre échéancier avec celui des modifications analogues proposées par l'OCRCVM.</p>

<p>Plafonnement des frais de négociation</p>	<p>La plupart des intervenants sont en faveur du projet de plafonnement des frais de négociation, mais considèrent que le plafond proposé pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus est trop élevé. Certains estiment qu'il devrait être moins élevé, compte tenu du fait que le cours moyen des titres au Canada est plus bas qu'aux États-Unis.</p> <p>Certains intervenants s'opposent à l'introduction de plafonds parce que les frais de négociation sont déjà soumis au jeu de la concurrence et qu'ils ont été approuvés par les autorités en valeurs mobilières.</p> <p>.</p>	<p>Comme nous l'avons proposé dans l'avis de 2014, nous introduiront un plafond de 0,0030 \$ par action pour les frais de négociation active des titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus, et de 0,0004 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$.</p> <p>Nous prenons acte des préoccupations exprimées au sujet du plafond proposé pour les titres dont le cours d'établit à 1 \$ ou plus. Or, notre marché est fortement intégré à celui des États-Unis et nous craignons les répercussions négatives que pourrait avoir sur le marché canadien la mise en œuvre d'un plafond aux frais de négociation pour les titres intercotés aux États-Unis qui serait différent de celui en vigueur dans ce pays.</p> <p>Nous proposons cependant un plafond moins élevé pour les frais de négociation active des titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus et qui sont inscrits à la cote d'une bourse canadienne, mais non à celle d'une bourse américaine (les « titres non intercotés »). Ce nouveau plafond fait l'objet d'une consultation distincte des ACVM.</p>
---	--	--

<p>Étude pilote sur l'interdiction de payer des rabais</p>	<p>Plusieurs intervenants appuient la mesure réglementaire prise relativement au paiement de rabais. Certains, toutefois, proposent que les ACVM évaluent la pertinence de consentir des rabais pour certains titres en particulier, notamment les moins liquides.</p> <p>Nombre d'intervenants appuient la réalisation d'une étude pilote, mais conseillent de l'élaborer avec soin et d'utiliser les mesures appropriées.</p> <p>D'autres intervenants ne sont en faveur ni de l'étude pilote sur les rabais ni d'aucune mesure à cet égard. Certains estiment que les rabais constituent un incitatif important pour la liquidité, et que leur interdiction ne résoudra pas les problèmes exposés dans l'avis de 2014.</p> <p>Certains intervenants n'appuient pas le projet d'étude pilote et s'inquiètent de ses répercussions possibles sur l'attractivité du marché canadien. Un intervenant nous demande si les émetteurs auraient la possibilité de refuser de participer à l'étude, compte tenu de son incidence possible sur la liquidité.</p>	<p>Comme nous l'avons mentionné, à ce stade, nous ne mettons en œuvre aucune mesure visant les rabais. Même si nous sommes toujours favorables à une étude pilote, nous ne sommes pas convaincus qu'une étude excluant les titres intercotés puisse donner des résultats significatifs. Nous nous concerterons avec nos homologues américains et évaluerons la possibilité de réaliser une étude pilote conjointe si l'occasion se présente.</p>
<p>Méthode d'examen des droits relatifs aux données</p>	<p>Un certain nombre d'intervenants appuient la méthode proposée. Selon eux, il s'agit d'un élément crucial dans la résolution de problèmes liés au niveau des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés par certains marchés.</p> <p>D'autres s'opposent à l'utilisation de la méthode d'examen des droits relatifs aux données parce qu'ils jugent qu'elle ne répond pas à toutes les</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires reçus au sujet de la méthode et de son application. Nous sommes toujours d'avis que la méthode d'examen des droits relatifs aux données est l'outil le plus approprié pour gérer le niveau de certains des droits existants. Nous continuerons à suivre de</p>

	<p>préoccupations des utilisateurs de données. En particulier, un intervenant estime que la méthode ne règle pas le problème de l'accès pour tous les utilisateurs de données à une liste consolidée à un prix raisonnable. Un autre affirme qu'on ne devrait pas se fonder sur les droits actuels pour calculer la référence canadienne, puisqu'ils sont trop élevés.</p> <p>Des intervenants expriment des avis partagés sur la méthode et son utilisation. L'un d'eux, bien qu'appuyant son utilisation, signale que nous devrions nous préoccuper davantage de déterminer si le montant global des droits relatifs aux données est juste et raisonnable, et moins de sa redistribution entre les marchés. Un autre propose que la pratique consistant à facturer des données à plusieurs reprises à un même utilisateur soit éliminée. Un autre encore estime que les marchés plus petits ne devraient pas être autorisés à facturer des données.</p> <p>Des intervenants se prononcent également sur certaines mesures avant et après les opérations. Plus précisément, ils émettent des réserves concernant une mesure avant les opérations en particulier qui, selon eux, gonflerait le classement d'un marché affichant des ordres sur des titres non liquides.</p>	<p>près l'application de la méthode aux droits actuels et proposés et, si nécessaire, nous la modifierons au fil du temps.</p> <p>De plus, en réponse aux commentaires reçus, nous avons supprimé une mesure avant les opérations et le modèle de classement dans lequel elle était utilisée.</p> <p>Nous prenons également acte des commentaires reçus relativement à l'utilisation d'une référence canadienne. Nous avons l'intention de faire appel à un consultant externe pour établir la référence. Entre-temps, même si nous utiliserons la référence canadienne, nous n'appliquerons pas la méthode ni la référence pour appuyer une augmentation des droits avant que la référence appropriée n'ait été établie.</p>
<p>Frais d'adhésion et de connectivité</p>	<p>Un certain nombre d'intervenants se prononcent sur la réglementation des frais d'adhésion et de connectivité. Les avis sont partagés.</p> <p>La majorité des intervenants ayant répondu à cette question estiment que</p>	<p>Nous n'apporterons pas de modification en ce qui concerne ces frais pour le moment, mais continuerons à suivre cette question de près afin d'établir si des mesures</p>

	<p>ces frais devraient être réglementés, puisque les participants au marché sont tenus de se connecter à des marchés protégés en vertu de la réglementation. Plusieurs expliquent qu'il est particulièrement important de s'assurer que les marchés n'augmentent pas ces frais de manière injustifiée; par exemple, pour atténuer la perte de revenus découlant de restrictions à venir sur d'autres frais facturés par les marchés.</p> <p>D'autres intervenants sont d'avis que des dispositions réglementaires supplémentaires sont inutiles dans ce domaine, puisque les frais font actuellement l'objet d'un examen par les autorités en valeurs mobilières et que les participants au marché sont en mesure de se connecter indirectement aux marchés protégés. Plusieurs d'entre eux estiment que les autorités en valeurs mobilières devraient exercer une surveillance des frais d'adhésion et de connectivité.</p>	<p>seraient nécessaires à l'avenir.</p>
--	--	---

Résumé des commentaires sur l'avis de 2015 et réponses des ACVM

Sujet	Résumé des commentaires	Réponse des ACVM
<p>Commentaires généraux</p>	<p>Nombre d'intervenants formulent des commentaires sur le modèle révisé d'Alpha et sur le processus d'approbation ayant abouti à la mise en œuvre d'un délai dans le traitement des ordres.</p> <p>De nombreux intervenants expriment une préférence pour le remplacement du RPO par un modèle fondé sur la meilleure exécution.</p>	<p>Le modèle d'Alpha a fait l'objet d'une consultation distincte, et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a reçu et examiné tous les commentaires formulés sur ce projet au cours du processus d'examen et d'approbation.</p> <p>En outre, puisqu'il se rapporte à un contexte de RPO « hybride », où certains marchés affichent des ordres non protégés, et d'autres non, nous avons reçu des commentaires portant sur les mêmes éléments de complexité que dans le cadre des projets de modification du RPO de 2014 (relativement à l'instauration d'un seuil de part de marché). La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a examiné tous les commentaires relatifs au modèle d'Alpha proposé et les ACVM les ont examinés à la lumière des projets de modification.</p> <p>Nous demeurons convaincus de l'importance des objectifs visés par le RPO et sommes en faveur du maintien du régime dans le cadre réglementaire afin de</p>

	<p>Certains intervenants estiment que les autorités en valeurs mobilières devraient étoffer les indications sur la meilleure exécution dans le contexte d'un RPO « hybride », en particulier sur la façon de considérer un marché non protégé dans la perspective de la meilleure exécution.</p>	<p>soutenir la confiance d'encourager à contribuer au processus de formation des cours. L'obligation de meilleure exécution et le RPO sont complémentaires : l'une est une obligation qui incombe au marché dans son ensemble, tandis que l'autre est un devoir à l'égard des clients individuels. Nous avons discuté en profondeur de l'option consistant à ne conserver que le modèle de la meilleure exécution et ne sommes pas convaincus qu'elle serait la plus avantageuse pour l'ensemble du marché.</p> <p>Traditionnellement, l'approche en matière de meilleure exécution est fondée sur des « principes », plutôt que sur une liste de facteurs. Un contexte de RPO « hybride » obligera les courtiers à considérer d'autres éléments pour prendre la décision d'accéder ou non à des marchés « non protégés » dans la perspective de la meilleure exécution. Nous signalons également que nous avons finalisé les éléments du projet de RPO de 2014 qui fournissent des indications supplémentaires sur la meilleure exécution. Les ACVM, ainsi que</p>
--	--	---

		l'OCRCVM, évalueront si d'autres indications sont nécessaires.
<p>Question 1 : Le RPO devrait-il s'appliquer aux marchés qui imposent un délai dans le traitement des ordres? Dans l'affirmative, devrait-il s'appliquer à une partie ou à la totalité des marchés? Quels devraient être les facteurs à prendre en considération?</p>	<p>Certains intervenants estiment que le RPO ne devrait pas s'appliquer aux ordres affichés sur des marchés qui imposent un délai dans le traitement des ordres, et que tous les marchés qui en imposent un devraient être considérés sur un pied d'égalité. Un intervenant fait remarquer que protéger les cotations sur des marchés qui « ralentissent » le traitement des ordres serait contraire aux principes que le RPO devait protéger.</p> <p>Un intervenant est d'avis que le RPO devrait continuer de s'appliquer aux marchés qui imposent des délais dans le traitement des ordres.</p> <p>Selon certains intervenants, tous les délais de traitement des ordres ne devraient pas être traités sur un pied d'égalité.</p> <p>Des intervenants sont d'avis que les ACVM devraient examiner de plus près et préciser ce qui devrait constituer un « délai intentionnel dans le traitement des ordres ».</p> <p>Selon certain intervenants, le modèle de RPO « hybride » est trop complexe.</p>	<p>Nous sommes toujours d'avis que le marché qui n'offre pas l'exécution immédiate d'un ordre contre le volume affiché ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée », au sens donné actuellement à cette expression par le règlement. Par conséquent, en vertu du règlement, ces marchés n'affichent pas d'« ordres protégés ».</p> <p>Nous avons modifié le libellé de l'instruction générale proposé à l'origine pour apporter des précisions.</p> <p>Nous reconnaissons que le contexte où certains marchés visibles afficheront des ordres protégés et d'autres n'en afficheront pas sera plus complexe. Cependant, la complexité est une tendance observée chez beaucoup de marchés mondiaux, étant donné que les participants cherchent des solutions à différents</p>

		<p>enjeux et problèmes, et que les marchés ont recours à la technologie pour innover et fournir des solutions. Nous appuyons l'innovation et estimons que cette complexité sera gérée. Toutefois, nous continuons de veiller au respect des principes à la base du cadre réglementaire, à l'application uniforme des règles et à la gestion appropriée des répercussions négatives engendrées.</p>
<p>Question 2 : Quelles incidences peut avoir un contexte où les ordres affichés sur des marchés visibles ne sont pas tous protégés en vertu du RPO?</p>	<p>Un certain nombre d'intervenants expriment des inquiétudes au sujet du meilleur cours acheteur et vendeur national (NBBO). En particulier, ils soulèvent des questions sur la formation de ce cours : les données qui seront prises en compte, s'il y aura des listes distinctes et le meilleur cours acheteur et vendeur national qui servira à établir l'amélioration du cours requise pour les ordres qui sont exécutés contre un ordre invisible.</p>	<p>Les modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) de l'OCRCVM ont été approuvées le 18 septembre 2015. Elles ont modifié la définition de l'expression « meilleur cours acheteur » et de l'expression « meilleur cours vendeur » pour qu'elles renvoient uniquement aux ordres affichés sur un « marché protégé » (au sens du règlement).</p> <p>De plus, l'agence de traitement de l'information offre maintenant deux listes de données différentes : l'une qui représente le meilleur cours acheteur et vendeur national de marchés qui n'affichent que des ordres protégés,</p>

	<p>Certains participants sont préoccupés par la complexité et la confusion qui pourraient découler de l'augmentation du nombre d'ordres figés et croisés, tandis qu'un autre estime que si des marchés sont figés ou croisés occasionnellement, cela n'aura pas d'incidence importante.</p> <p>Certains intervenants expriment des préoccupations quant au traitement des marchés « non protégés » dans la perspective de la meilleure exécution. Certains mettent en doute la capacité des courtiers à respecter leurs</p>	<p>et l'autre, l'information provenant de tous les marchés canadiens qui affichent des ordres (« protégés » et « non protégés »). Les participants peuvent utiliser les listes de données qui leur sont nécessaires pour respecter leurs obligations.</p> <p>Compte tenu de la rapidité de l'activité de cotation et de négociation, nous estimons que les situations où des ordres sont figés ou croisés seront généralement de courte durée. Pour fournir un contexte de RPO « hybride », nous avons finalisé les modifications aux dispositions portant sur les ordres figés et croisés proposées à l'occasion de l'avis de 2014 de façon à limiter l'interdiction de figer ou de croiser intentionnellement un ordre aux ordres protégés seulement. De plus, nous signalons que les obligations empêcheront encore de saisir d'autres ordres pour figer ou croiser l'ordre protégé intentionnellement.</p> <p>Nous avons mis la dernière main aux modifications du règlement et de l'instruction générale qui fournissent des indications supplémentaires sur la</p>
--	---	--

	<p>obligations en matière de meilleure exécution en l'absence d'indications réglementaires claires.</p>	<p>meilleure exécution. Selon nous, ces changements aideront les courtiers à gérer leurs obligations dans un contexte où ils ne sont pas tenus d'accéder à tous les marchés affichés pour l'application du RPO. La décision d'accéder ou non à un marché pour respecter l'obligation de meilleure exécution devrait être prise par chaque courtier individuel dans le cadre plus vaste de l'établissement de politiques et de procédures. Ces questions dépendent de divers facteurs et nous demeurons attachés à une approche en matière de meilleure exécution qui soit fondée sur des principes.</p>
<p>Question 3 : Quels seront les changements et les conséquences pour les clients individuels et leurs courtiers, le cas échéant?</p>	<p>Les intervenants ont des avis partagés en ce qui concerne l'incidence sur les clients individuels. Certains estiment que les investisseurs individuels n'auront guère la capacité de juger de la qualité des ordres qu'ils recevront et que les modifications créeront un contexte complexe qui ne sera pas compris. Certains encore sont préoccupés par le fait que les investisseurs individuels pourraient connaître une réduction de leur capacité à capter la liquidité. Et d'autres sont d'avis que l'existence de marchés « non protégés » n'aura que peu d'incidence sur les clients individuels, et que les courtiers bénéficieront d'une plus grande latitude dans la décision d'accéder ou non à différents marchés dans une</p>	<p>Nous continuerons de suivre de près les répercussions des modifications sur tous les participants au marché, dont les clients individuels. Les courtiers d'investisseurs individuels seront encore assujettis à l'obligation de meilleure exécution à l'égard de leurs clients et devraient examiner continuellement leurs politiques et procédures en la matière pour s'assurer de toujours être en mesure de justifier la décision de ne pas accéder à des marchés « non protégés ». Les</p>

	optique de meilleure exécution.	obligations exigeant la communication d'information enrichie devraient aider les clients individuels qui cherchent à mieux comprendre comment leur courtier gère leurs ordres.
<p>Question 4 : Avons-nous omis d'aborder certaines conséquences?</p>	<p>Des intervenants mentionnent des conséquences et des questions déjà signalées dans les réponses aux questions précédentes, dont certaines réserves quant à l'établissement du meilleur cours acheteur et vendeur national, l'incidence sur la capacité d'évaluer la liquidité disponible, les répercussions sur la meilleure exécution et les conséquences sur l'intégrité des marchés.</p> <p>Un intervenant est d'avis que le marché pourrait afficher les ordres protégés et non protégés et estime que d'autres « délais systématiques » devraient recevoir le même traitement.</p>	<p>Voir nos réponses ci-dessus. Nous réitérons notre intention de suivre de près les répercussions des délais dans le traitement des ordres sur tous les participants au marché et, dans l'éventualité où ceux-ci auraient des conséquences négatives, nous prendrons les mesures qui s'imposent.</p> <p>Nous estimons que le marché qui impose un délai dans le traitement des ordres ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée ». Pour répondre à la définition, le marché doit, selon nous, avoir la capacité de procéder à l'exécution immédiate de tous les ordres. Nous n'appuyons donc pas la proposition d'autoriser le marché qui impose un délai d'afficher tant les ordres non protégés que les ordres protégés.</p> <p>Nous avons modifié le libellé de l'instruction générale proposé à</p>

		<p>l'origine pour y apporter des précisions sur la façon dont nous traitons les délais intentionnels dans le traitement des ordres.</p>
--	--	---

ANNEXE D

Méthode d'examen des droits relatifs aux données

La méthode d'examen des droits relatifs aux données exposée ci-dessous servira à établir la contribution relative de chaque marché aux activités avant et après les opérations. Elle consiste à établir si les droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels par les marchés canadiens reflètent la part de l'activité de négociation de chacun d'eux.

Elle comporte trois étapes :

1. Calcul des mesures avant et après les opérations
2. Classement des marchés en fonction des mesures avant et après les opérations calculées à l'étape 1
3. Attribution d'une fourchette de droits estimatifs à chaque marché

La méthode utilise les notations suivantes pour les mesures avant et après les opérations et les méthodes de classement :

Notation	Description
i	Marché transparent
m	Nombre total de marchés transparents
j	Titres négociés sur un marché transparent
J	Total des titres négociés sur tous les marchés transparents
t	Opération exécutée 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 visée

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 1.

$$\% \text{MCAV}_i = \frac{\text{MCAV}_i}{\sum_{i=1}^m \text{MCAV}_i}$$

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

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

Cette mesure récompense les marchés qui restent au MCAV plus longtemps pendant la séance. 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.

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

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

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

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. Cette mesure s'obtient aussi à partir des données de cotation. 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.

- 3. \$Temps(valeur) :** 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 MCA et MCV étant comptés. Chaque action est pondérée par la valeur négociée au cours de la période, comme l'indique la pondération « p », ci-dessous.

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

$$p_j = \frac{\$Volume_{t,j}}{\sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^J \$Volume_{t,i}}$$

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.

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.

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

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.

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

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.

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

$$\$Volume = Cours * Volume$$

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.

$$\% \sqrt{\$Volume_i} = \frac{\sqrt{\$Volume_{i,t}}}{\sum_{t=1}^n \sum_{i=1}^m \sqrt{\$Volume_i}} * 100$$

La racine carrée du volume monétaire est extraite pour chaque opération. Cette mesure n'est pas largement diffusée, mais 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.

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

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.

c. Modèles de classement

Afin de classer les marchés selon leur contribution à la formation des cours, nous avons conçu deux 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. Modèle 3 :** ce modèle est très différent du précédent. 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. Les mesures avant et après les opérations obtenues sont pondérées de façon égale pour arriver à l'indice final.

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

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 utilisons le montant de référence canadien qui 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 deux méthodes de classement, ce qui nous donne quatre droits estimatifs pour chaque marché.