

7.2

Réglementation de l'Autorité

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Document de consultation 21-401 du personnel des ACVM : Droits relatifs aux données de marché en temps réel

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, le texte suivant :

- *Document de consultation 21-401 du personnel des ACVM : Droits relatifs aux données de marché en temps réel.*

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **8 février 2013**, en s'adressant à :

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
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Le 8 novembre 2012

**Document de consultation 21-401 du personnel des ACVM
Droits relatifs aux données de marché en temps réel**

Sommaire

Dans les marchés canadiens des titres de capitaux propres, les données de marché en temps réel sont un élément important des décisions d'opérations, et l'accès équitable aux données est crucial dans un contexte de concurrence. Le coût d'acquisition des données de marché en temps réel connaît cependant une hausse depuis les dernières années, en raison de la multiplication des nouveaux marchés qui exigent des frais pour leurs données de marché. Par ailleurs, il est possible que la structure de marché et l'environnement réglementaire actuels contribuent à cette augmentation. Des coûts trop élevés ou excessifs sont un point de friction dans le marché. Cette conclusion nous semble en contradiction avec notre mandat consistant à favoriser l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux. Si nous ne traitons pas la question, nous risquons de mettre à mal la confiance dans les marchés des capitaux du Canada.

Le présent document de consultation vise à exposer notre analyse de l'environnement des données de marché en temps réel au Canada, à examiner la problématique du coût de ces données et à consulter les intéressés sur les options proposées pour répondre à cette problématique.

Notre examen des droits relatifs aux données de marché en temps réel nous amène à envisager de prendre des mesures sur la question des droits exigés par les marchés, individuellement et collectivement, pour les données de marché. Voici les constatations qui nous y ont conduits :

- les droits exigés par la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX ne semblent pas déraisonnables en regard de leur part de l'activité de négociation;
- les marchés occupant une part de marché plus petite facturent des droits élevés en regard de leur part de l'activité de négociation; bien qu'on ne nous ait pas fourni d'information sur les coûts, il est possible que les petits marchés demandent des droits « au volume » plus élevés du fait qu'il leur en coûte davantage pour fournir les données à chaque utilisateur; les coûts de leurs infrastructures sont peut-être semblables à ceux des grands marchés et les droits plus élevés pourraient s'expliquer par la nécessité de recouvrer ces coûts;
- le coût des données consolidées au Canada est plus élevé qu'aux États-Unis relativement à l'activité de négociation; nous prenons acte du point de vue des participants aux marchés au Canada qui considèrent que, dans l'idéal, les droits relatifs aux données exigés par les marchés canadiens et américains devraient se rapprocher; cependant, les différences dans le contexte réglementaire, la structure du secteur, de même que l'échelle et la taille des deux marchés peuvent expliquer l'écart et ne laissent guère croire qu'un rapprochement soit réaliste.

Dans le présent document de consultation, nous proposons diverses options pour répondre aux problèmes que peuvent soulever les droits relatifs aux données de marché, notamment une amélioration de la transparence des modifications tarifaires, le plafonnement de certains droits et la création éventuelle d'une source de données consolidées de type service public.

Nous souhaitons recueillir les avis sur chacune de ces options, qui sont proposées dans la Partie VII du présent document de consultation. Nous ne défendons ni ne prenons aucune position à l'égard des options soumises à la discussion. Toute proposition réglementaire devant faire suite au présent document de consultation sera publiée pour consultation en temps et lieu.

I. INTRODUCTION

Les données de marché en temps réel remplissent une fonction clé dans les marchés actuels des titres de capitaux propres en ce qu'elles fournissent de l'information essentielle sur le marché des valeurs mobilières, notamment sur les cours, la liquidité et l'activité de négociation. Les marchés des titres de capitaux propres ont évolué : ils sont passés d'une structure dans laquelle les opérations sur un titre étaient concentrées sur la bourse où il était coté à une structure de marchés multiples rivalisant pour la négociation d'un même titre. Il s'ensuit que l'accès à des données fournies en temps réel par plusieurs marchés est une nécessité autant pour l'efficacité des opérations que pour la qualité des services aux clients.

Dans les pays comptant plusieurs marchés en concurrence, les autorités de réglementation se sont efforcées de résoudre les questions d'équité de l'accès aux données de marché en temps réel, d'équité des droits relatifs aux données et de transparence de ces droits pour les consommateurs de données et leurs clients. Ces questions sont en rapport avec les objectifs poursuivis par ces organismes, soit de favoriser l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux et la confiance dans ces marchés.

Comme dans bien d'autres pays, la concurrence dans la négociation des titres de capitaux propres au Canada s'est intensifiée avec la multiplication des marchés (bourses et systèmes de négociation parallèle (« SNP »)) dans les dernières années, ce qui a mis en relief la problématique des droits relatifs aux données de marché.

Le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») a constaté très tôt que l'accès à des données consolidées en temps réel de tous les marchés est crucial dans le contexte concurrentiel des opérations. C'est

pourquoi l'on a obligé les marchés à fournir en temps réel l'information sur les ordres et les opérations à une agence de traitement de l'information (« ATI »), et cette dernière à la consolider et à la diffuser. Chaque marché exige des droits en échange de ses données, droits qui sont répercutés sur les abonnés dans les cas où les données transitent par l'ATI.

Bien que l'existence de l'ATI simplifie l'accès aux données et à l'information consolidée de plusieurs marchés, le barème de droits transparent de l'ATI¹ implique que les participants aux marchés doivent encore payer la totalité des droits exigés par chacun des marchés. Tel est également le cas des données et de l'information consolidée achetée par l'entremise d'un tiers fournisseur de données. La multiplication des marchés entraîne à la hausse le coût de l'accès, direct ou par l'intermédiaire d'un tiers fournisseur comme l'ATI, aux données en temps réel.

Nous savons que certains s'interrogent sur les droits relatifs aux données de marché. En 2009, nous avons annoncé notre intention d'examiner ces droits². Pour nous aider dans cette entreprise, nous avons recueilli de l'information sur les droits et discuté avec les participants aux marchés de leurs doléances à l'égard des droits relatifs aux données de marché. Le présent document de consultation expose les problèmes que nous avons relevés et ceux signalés par les participants aux marchés ainsi que l'analyse que nous en faisons. Il vise en outre à recueillir les avis des intéressés sur les options qui pourraient s'offrir pour faire face à ces problèmes. De plus, nous détaillons dans la Partie VI, Mesures réglementaires prises à ce jour, les mesures provisoires que nous avons instaurées pour palier la problématique des droits relatifs aux données de marché.

Nous tenons à signaler que le présent document de consultation n'est pas un énoncé de position. Nous ne défendons ni ne prenons aucune position à l'égard des options soumises à la discussion. Nous souhaitons connaître l'avis des intervenants du secteur sur la faisabilité et l'efficacité des options proposées. Toute proposition réglementaire serait publiée pour consultation.

II. OBJET, PORTÉE ET STRUCTURE DU DOCUMENT DE CONSULTATION

Le présent document de consultation vise à exposer notre lecture de l'environnement des données de marché en temps réel au Canada, à traiter des problèmes entourant les coûts des données et à consulter les intéressés sur les options proposées pour régler ces problèmes. Il n'aborde pas les questions relatives aux droits d'accès, de négociation, d'acheminement ou de colocalisation, ni des difficultés qui pourraient découler des différences entre les modes de diffusion des données de marché en temps réel des divers marchés³.

Le présent document de consultation porte sur les droits demandés aux utilisateurs professionnels. Nous nous sommes également penchés sur les droits facturés par les marchés aux utilisateurs non professionnels au Canada, mais comme leurs besoins en données de marché et l'usage qu'ils en font sont très différents⁴, nous estimons que nous ne pourrions pas apporter de réponse adéquate aux préoccupations exprimées par ces deux catégories d'utilisateurs dans un seul document. Nous examinerons ultérieurement les problèmes entourant les droits relatifs aux données de marché des utilisateurs non professionnels.

Voici la structure du présent document de consultation :

- Partie III : Environnement des données de marché en temps réel
- Partie IV : Problèmes entourant le coût des données de marché en temps réel
- Partie V : Analyse des droits relatifs aux données de marché
- Partie VI : Mesures réglementaires prises à ce jour
- Partie VII : Options en réponse aux problèmes entourant le droit relatif aux données de marché
- Partie VIII : Consultation

Le présent document de consultation comporte également des annexes fournissant de l'information complémentaire au contenu du document et à notre étude des droits relatifs aux données de marché.

¹ L'ATI demande des frais d'administration à ses clients et chaque marché exige ses droits d'abonnement ordinaires pour les données comprises dans les listes de données de l'ATI.

² Avis 21-309 du personnel des ACVM, rubrique 4.c.

³ La diffusion des données est soumise aux règles d'accès équitable prévues aux articles 7.1 et 7.2 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 »). Dans l'application de ces articles, le marché ne devrait pas mettre les données de marché en temps réel à la disposition d'autres personnes plus rapidement qu'il ne les fournit à l'ATI ou à un fournisseur d'information.

⁴ Actuellement, seul un petit pourcentage des investisseurs individuels sont des négociateurs actifs. Selon Investor Economics, 76,2 % des investisseurs individuels n'effectuent aucune opération par trimestre, et seulement 1,6 % en réalisent plus de 30. Les utilisateurs non professionnels ne payent pas les données directement et le type de données qu'ils obtiennent dépend de leurs activités de négociation. Par exemple, l'investisseur individuel type a le choix de demander des cours précis qui sont payés par le courtier à la cotation. Ceux qui effectuent fréquemment des opérations peuvent disposer d'outils de négociation offrant la diffusion en continu de données en temps réel, moyennant des frais ou non si certains seuils de négociation sont atteints.

III. ENVIRONNEMENT DES DONNÉES DE MARCHÉ EN TEMPS RÉEL

Les données de marché en temps réel remplissent une fonction clé dans la formation des cours et fournit de l'information sur l'activité de négociation sur un marché donné. La structure canadienne, avec ses marchés multiples, et son encadrement réglementaire ont fait de l'accès équitable aux données de marché en temps réel une activité commerciale et une nécessité réglementaire.

Dans la présente partie, nous exposerons notre définition des données de marché en temps réel, nous tracerons le profil des intervenants qui produisent, vendent, diffusent et achètent les données de marché, des types de données de marché offertes et de la tarification de ces produits, et nous décrivons le contexte réglementaire actuel en matière de diffusion et d'utilisation des données de marché en temps réel au Canada.

1. Définition des données de marché en temps réel

Les données de marché en temps réel sont des données avant opérations et après opérations qui sont 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. Dans le présent document de consultation, les données de marché s'entendent des données de marché en temps réel, sauf indication contraire.

2. Producteurs de données de marché

Les marchés sont les seuls producteurs de leurs données de marché. Les données sont constituées d'information sur les ordres transmise aux marchés par leurs participants et d'information sur les opérations résultant de l'exécution de ces ordres sur ces marchés. Comme chaque marché est l'unique source d'information sur les ordres qui sont acheminés à ses installations et les opérations qui y sont réalisées, chacun contrôle la production et la diffusion primaire de ses données de marché.

3. Vendeurs de données de marché

Les données de marché sont vendues aux participants aux marchés et à d'autres entités directement par les marchés et par l'intermédiaire de tiers fournisseurs, tels que l'ATI.

L'achat de données à des tiers fournisseurs plutôt que directement au marché offre un point d'accès unique aux données de plusieurs marchés. Qui plus est, les tiers fournisseurs offrent souvent des outils analytiques à valeur ajoutée pour leurs clients. En revanche, les données achetées à des tiers fournisseurs comportent généralement une latence plus élevée que les listes de données directes des marchés.

Les participants qui se procurent les données directement auprès du marché sont habituellement très sensibles à la latence, non seulement pour leurs opérations, mais aussi parce qu'ils offrent souvent à leurs clients des services spéciaux qui exigent des données de faible latence, comme des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres⁵ et l'accès électronique direct⁶. En général, il revient plus cher de recevoir des données à faible latence directement des marchés parce que cela requiert l'établissement d'une connexion réseau spécialisée à haute vitesse avec chaque marché.

Il est également possible de se procurer les données de marché canadiennes auprès de l'ATI⁷. Celle-ci fournit les listes individuelles de chaque marché ainsi qu'une liste consolidée des données sur les ordres et les opérations de tous les marchés par un seul point d'accès.

⁵ Un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres est un outil technologique balayant plusieurs marchés à la recherche du meilleur cours affiché afin d'acheminer les ordres au marché concerné pour exécution. Il aide les courtiers à respecter le RPO et à améliorer les cours des opérations exécutées et leur évite de consacrer du temps et des efforts à chercher manuellement le meilleur lieu d'exécution.

⁶ Selon un projet de modification du *Règlement 23-103 sur la négociation électronique*, l'accès électronique direct s'entendrait d'un accès qu'une personne octroie à un client grâce auquel ce dernier peut transmettre par voie électronique un ordre visant un titre à un marché au moyen de l'identificateur du participant au marché de la personne de l'une des façons suivantes : a) par les systèmes de la personne pour transmission automatique ultérieure au marché; b) directement au marché, sans transmission électronique par les systèmes de la personne.

⁷ En vertu du Règlement 21-101, les marchés sont tenus de fournir des informations exactes et à jour sur les ordres et les opérations à une agence de traitement de l'information, selon les exigences de celle-ci. Selon l'interprétation donnée dans l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (l'« Instruction générale 21-101 »), l'obligation de fournir des informations à jour suppose que le marché ne devrait pas mettre les informations requises sur les ordres et les opérations à la disposition d'autres personnes plus rapidement qu'il ne les fournit à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information.

4. Acheteurs de données de marché et utilisation des données

Une diversité de participants au marché achète des données de marché en temps réel. La clientèle principale est celle des courtiers, qui achètent les données pour l'exploitation de leurs systèmes et pour l'usage de leur personnel et de leurs clients (comme les négociateurs à haute fréquence et les clients avec accès électronique direct). Pour les courtiers, les données en temps réel servent en premier lieu à éclairer les décisions d'opérations et d'acheminement d'ordres dans leurs activités de négociation comme contrepartiste ou mandataire. Les courtiers achètent également les données à des fins de conformité à la réglementation, comme le régime de protection des ordres (« RPO ») et les obligations de meilleure exécution, et à des fins de gestion du risque, mais de façon limitée, car seule une petite fraction de ces activités nécessite un accès à des données en temps réel de tous les marchés.

Une autre clientèle est celle des investisseurs institutionnels, comme les caisses de retraite. Le coût des données de marché pour les clients institutionnels est souvent absorbé par le courtier dans le cadre d'ententes de paiement indirect au moyen des courtages. Cependant, certains clients institutionnels se procurent leurs propres listes de données en temps réel pour les besoins de leurs algorithmes de négociation pour compte propre, de leurs opérations comme client avec accès électronique direct, de la conformité à la réglementation et de la gestion du risque.

Les tiers fournisseurs achètent également des données en temps réel directement aux marchés. Ils en rediffusent la majeure partie à leurs clients en temps réel, mais les utilisent aussi à d'autres fins (par exemple pour créer des bases de données de référence) comme service à valeur ajoutée pour leurs clients.

Le choix du vendeur de données en temps réel dépend de plusieurs facteurs, dont certains se rapportent directement aux activités du participant au marché, tandis que d'autres concernent le contexte réglementaire. Par exemple, ainsi qu'on l'a vu ci-dessus, les courtiers appliquant des stratégies de négociation très sensibles à la latence achètent des données directement aux marchés et les consolident eux-mêmes, alors que les courtiers et les autres participants aux marchés pour qui la rapidité d'exécution est moins importante s'approvisionnent en données généralement auprès de tiers fournisseurs ou de l'ATI. Bien des participants aux marchés achètent des données à plusieurs sources, autant comme mesure de sauvegarde en cas de défaillance de système que de vérification de l'intégrité des données de leur liste consolidée à l'interne.

5. Tarification des données de marché

Tous les marchés, sauf un⁸, exigent des droits relatifs aux données de marché. L'un d'entre eux applique un tarif différent selon que le titre négocié sur ses installations est coté sur la Bourse de Toronto ou sur la Bourse de croissance TSX⁹. D'autres n'ont qu'un seul tarif pour les deux groupes de données¹⁰. Les marchés exigent généralement un tarif prescrit pour chaque « utilisation » de leurs données. Chaque marché a sa définition d'une « utilisation unique », mais celle-ci comprend habituellement la transmission d'une liste de données vers un seul écran, un algorithme de négociation ou un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres. Certains marchés appliquent un tarif différent selon le type d'utilisation, les droits facturés par utilisation aux utilisateurs non professionnels étant généralement moins élevés que ceux des professionnels. En outre, avant juillet 2012, un marché offrait des ententes d'entreprise aux grands consommateurs de données. Ce type d'entente permettait aux utilisateurs d'obtenir des rabais sur les droits relatifs aux données de marché par rapport aux droits calculés par utilisateur.

Les droits relatifs aux données de marché qui sont établis par utilisateur dépendent de plusieurs facteurs, notamment la quantité de données, le type d'utilisateur et l'usage qui sera fait des données.

- Quantité de données – Les marchés offrent généralement deux niveaux de données : les données de tête du registre (DTR) et les données de profondeur du registre (DPR). Les DTR 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 DPR sont l'information sur tous les ordres visibles sur un marché donné (cours et volume) et toutes les opérations. Les DPR sont habituellement plus chères que les DTR, mais certains marchés offrent les deux au même tarif¹¹.
- Type d'utilisateur – Ainsi qu'il est indiqué plus haut, les marchés peuvent également pratiquer des tarifs différents selon que l'utilisateur du produit est un professionnel ou non. Il s'agit des droits d'abonnement. 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. Il existe une troisième catégorie d'utilisateurs, aussi bien professionnels que non professionnels, qui paient les données par cotation¹².

⁸ TMX Select n'exige aucun droit relatif aux données de marché.

⁹ La Bourse Alpha ne facture pas les mêmes droits relatifs aux données de marché pour les titres cotés sur la Bourse de Toronto et ceux cotés sur la Bourse de croissance TSX.

¹⁰ Chi-X, Omega et Pure facturent les mêmes droits relatifs aux données pour les titres cotés sur la Bourse de Toronto et ceux cotés sur la Bourse de croissance TSX.

¹¹ Omega applique un tarif unique pour les DTR et les DPR sur les titres cotés sur la Bourse de Toronto et sur la Bourse de croissance TSX.

¹² Voir l'Annexe B pour une synthèse de tous les droits exigés par les marchés.

- Utilisation des données – Les participants aux marchés peuvent acheter des données pour leurs propres besoins (diffusion interne), pour ceux de leurs clients (diffusion externe) ou les deux. Certains marchés exigent des *droits pour la diffusion* interne et externe des données. Les marchés peuvent également demander des *droits de licence* pour les données qui ne sont pas diffusées auprès des utilisateurs mais plutôt transmises à des applications de négociation, comme celles qui servent aux négociations algorithmiques.

Par ailleurs, les droits appliqués sur les données de marché dépendent également de la source des données.

- Lorsque les données sont achetées directement au marché, le participant au marché paye plusieurs droits. Le mode de tarification varie d'un marché à l'autre, et les droits relatifs aux données peuvent comprendre des frais de réception de liste de données, des droits d'abonnement par utilisateur ou par mécanisme et des frais de diffusion si l'acheteur rediffuse les données à l'interne ou à l'externe.
- Les droits exigés par les tiers fournisseurs comportent deux éléments : i) les frais du fournisseur et ii) les droits d'abonnement du marché, lesquels peuvent être payés directement au marché ou indirectement par l'entremise du fournisseur. Dans ce dernier cas, le fournisseur peut appliquer une majoration pour ce service. En outre, le tiers fournisseur paye au marché des frais de diffusion pour son propre usage des données.
- Lorsque les données sont achetées à l'ATI, le participant aux marchés lui verse des frais d'administration et paye à chaque marché les droits d'abonnement appliqués aux professionnels.

Le barème de droits des tiers fournisseurs et de l'ATI est qualifié de barème transparent. Selon ce barème, c'est l'utilisateur final qui supporte les droits d'abonnement du marché, quelle que soit l'entité qui lui vend les données.

Les marchés nous ont indiqué qu'ils établissent les droits selon un ou plusieurs des facteurs suivants¹³ :

- les droits exigés par leurs concurrents et leurs homologues;
- leur part de marché;
- les frais de développement et d'exploitation liés aux données de marché;
- l'opinion des clients et des fournisseurs d'information.

6. Le cadre réglementaire

Le cadre réglementaire au Canada détermine la façon dont les marchés exercent leurs activités et établissent leur tarification et la manière dont les participants aux marchés achètent et utilisent les données en temps réel. Il prévoit des règles en matière de fourniture de données, d'établissement des droits relatifs aux données et de traitement des ordres, notamment des obligations de meilleure exécution et de protection des ordres.

Deux règlements, le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») et le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 »), prescrivent le cadre réglementaire des négociations sur les marchés. Le Règlement 21-101 encadre le fonctionnement des marchés, la transmission et la diffusion des données de marché, et les droits relatifs aux données de marché. Le Règlement 23-101 prévoit le régime encadrant les activités de négociation des marchés et de leurs participants. Ensemble, ces deux règlements sont appelés les règlements relatifs aux marchés. Les obligations qui y sont prévues sont traitées en détail ci-dessous.

(a) Règles régissant les données de marché

La partie 7 du Règlement 21-101 établit les obligations de transparence de l'information auxquelles sont tenus les marchés où se négocient des titres cotés¹⁴. Ces obligations assurent la transparence des négociations et atténuent les effets de l'environnement concurrentiel de ces activités sur plusieurs marchés en exigeant la transmission des données de chaque marché à une entité centrale (par exemple l'ATI) chargée de leur consolidation et de leur diffusion dans le public.

En vertu de la partie 7, les marchés transparents doivent fournir le détail de tous les ordres et toutes les opérations à l'ATI dans le cas des titres cotés, et à un fournisseur d'information dans le cas des titres cotés à l'étranger¹⁵. Les marchés opaques¹⁶

¹³ En outre, les marchés prennent probablement en considération la maximisation des produits réalisés sur les données de marché, mais ils n'en ont pas fait mention dans leurs réponses à nos demandes d'information.

¹⁴ On entend par « titre coté » un titre inscrit à la cote d'une bourse reconnue, coté sur un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations, inscrit à la cote d'une bourse ou coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu pour l'application du Règlement 21-101 et du Règlement 23-101.

¹⁵ On entend par « titre coté à l'étranger » un titre qui est inscrit à la cote d'une bourse ou coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations à l'extérieur du Canada qui est réglementé par un membre ordinaire de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, mais qui n'est pas inscrit à la cote d'une bourse ni coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations au Canada.

doivent fournir le détail des opérations exécutées à l'ATI (dans le cas des titres cotés canadiens, sauf les options) ou à un fournisseur d'information (dans le cas des titres cotés étrangers).

Le Règlement 21-101 prévoit que l'ATI doit consolider et diffuser l'information sur les ordres fournie par tous les marchés transparents et l'information sur les opérations provenant de tous les marchés. L'ATI de la Bourse TMX¹⁷ agit en qualité d'ATI pour tous les titres cotés autres que les options. Elle est tenue à certaines obligations en vertu de la partie 14 du Règlement 21-101, notamment sur les modalités de la collecte, du traitement, de la diffusion et de la publication des données en temps réel. Elle doit aussi fournir une information rapide et exacte sur les ordres et les opérations et ne pas imposer indûment des restrictions à l'accès équitable à cette information.

Bien que ces obligations soumettent l'ATI à un encadrement réglementaire, elles n'empêchent pas d'autres entités de créer et de diffuser des listes de données consolidées et de faire ainsi concurrence aux produits offerts par l'ATI.

(b) Obligations réglementaires régissant les droits relatifs aux données de marché

Les obligations d'information initiales et permanentes imposées aux marchés sont prévues aux articles 3.1 et 3.2 du Règlement 21-101¹⁸. En vertu de l'article 3.1, les bourses et les SNP sont tenus de déclarer les droits exigés en échange de leurs services, y compris les droits relatifs aux données de marché. Ces derniers font actuellement l'objet d'un examen par certaines autorités¹⁹ au moment du dépôt initial de l'information. De plus, toute modification subséquente des droits doit être déposée auprès des autorités membres des ACVM concernées pour examen et approbation. À l'heure actuelle, les modifications de droits relatifs aux données de marché ne sont pas publiées pour consultation.

Dans l'établissement et la modification des droits, les marchés doivent respecter la « règle d'accès équitable » prévue au paragraphe 1 de l'article 5.1 du Règlement 21-101, selon laquelle ils ne peuvent, sans motif valable, interdire l'accès à leurs services ni imposer de conditions d'accès ou d'autres limites à cet égard. Cette obligation s'applique à tous les services offerts par les marchés, y compris les services d'exécution, d'acheminement et de données.

L'un des facteurs sur lesquels se fonde un marché pour fixer sa tarification, et le personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) pour l'évaluer, est le niveau des droits exigés par rapport à la part de l'activité de négociation du marché²⁰.

(c) Régime de protection des ordres (RPO)

Le RPO, prévu à la partie 6 du Règlement 23-101, oblige les marchés à établir, à maintenir et à faire respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution d'un ordre à un cours inférieur à des ordres affichés à un meilleur cours sur un marché canadien. Il s'agit d'une obligation de politiques et de procédures qui ne s'évalue pas opération par opération. Le respect de ce régime requiert que les politiques et procédures prévoient la prise en compte des cours sur tous les marchés transparents.

Le RPO fait porter la charge de la conformité sur les marchés. Cependant, nombre de courtiers, particulièrement ceux qui sont sensibles à la latence, utilisent les *ordres à traitement imposé* pour diriger leur flux d'ordres²¹. Ces ordres passent souvent par un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres qui lit les données de tous les marchés et transmet les ordres exécutables au marché affichant le meilleur cours au moment où le mécanisme reçoit l'ordre. Les courtiers peuvent utiliser leur propre mécanisme intelligent d'acheminement des ordres, celui d'un marché ou celui d'un tiers fournisseur. Le RPO exige que les courtiers utilisant les ordres à traitement imposé établissent des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours²².

(d) Meilleure exécution

L'obligation du courtier d'obtenir la meilleure exécution pour les ordres de ses clients émane, en common law, du droit des mandats²³. Au Canada, cette obligation est inscrite dans le Règlement 23-101 et les Règles universelles d'intégrité du marché

¹⁶ Un marché opaque est un marché qui n'offre pas de transparence des ordres avant les opérations.

¹⁷ L'ATI de la Bourse TMX a été reconnue en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec et fait l'objet de divers engagements dans d'autres territoires des ACVM.

¹⁸ L'information est contenue dans la fiche d'information établie conformément à l'Annexe 21-101A1 (l'« Annexe 21-101A1 ») dans le cas d'une bourse, et conformément à l'Annexe 21-101A2 (l'« Annexe 21-101A2 ») dans le cas d'un SNP.

¹⁹ La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO ») examine tous les documents déposés par les bourses et les SNP, y compris les modifications de droits, ainsi qu'il est indiqué dans la partie VI.

²⁰ Le paragraphe 5 de l'article 7.1 de l'Instruction générale 21-101 énumère les facteurs minimaux dont les marchés devraient tenir compte pour assurer un accès équitable à leurs services, y compris les services de données de marché.

²¹ L'ordre à traitement imposé signale au marché que le courtier assume la responsabilité de respecter le RPO et lui indique d'exécuter l'ordre malgré une apparence de transaction hors cours. Le courtier passant un ordre à traitement imposé transmet également un ordre à tout marché affichant un meilleur cours afin de prévenir une transaction hors cours.

²² La partie 6 du Règlement 23-101 prévoit également l'obligation d'établir des politiques et des procédures en matière de conformité.

²³ Voir J. Macey & M. Macey & M. O'Hara, *The Law and Economics of Best Execution*, 6 J. of Fin. Intermediaries 188 (1997).

(« RUIIM ») de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM »). Ces règles²⁴ prévoient que le courtier (autre que celui dont l'activité est de tenir un SNP) qui agit pour le compte d'un client doit faire des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution²⁵. Pour décider de la façon de gérer les ordres des clients, les courtiers doivent évaluer régulièrement l'information sur les ordres et les opérations de tous les marchés concernés. Comme dans le RPO, la meilleure exécution ne s'évalue pas opération par opération, mais dans le contexte des politiques et procédures du courtier dans leur ensemble. Le paragraphe 5 de l'article 4.1 de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* énonce ce qui suit :

Pour s'acquitter de son obligation de meilleure exécution lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés au Canada, le courtier devrait prendre en considération l'information provenant de tous les marchés appropriés (et pas seulement des marchés auxquels il participe). Il ne s'ensuit pas que le courtier doive avoir accès aux listes de données transmises en temps réel par chaque marché. Cependant, ses politiques et procédures en matière de meilleure exécution devraient inclure l'information relative aux ordres ou aux opérations exécutés sur tous les marchés appropriés ainsi que l'obligation d'évaluer l'opportunité, selon les circonstances, de prendre les dispositions nécessaires pour accéder aux ordres. Ces dispositions peuvent notamment consister à conclure une entente avec un autre courtier participant à un marché particulier ou à acheminer un ordre vers un marché particulier.

De même, la Partie 2 de la Politique 5.1 des RUIIM établit que le courtier doit tenir compte des ordres « sur un marché qui a fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client », mais n'exige pas nécessairement l'accès aux listes de données en temps réel de chaque marché.

IV. PROBLÈMES ENTOURANT LE COÛT DES DONNÉES DE MARCHÉ EN TEMPS RÉEL

Nous avons regroupé les problèmes entourant les droits relatifs aux données sous trois thèmes. Le premier concerne les doléances quant aux droits relatifs aux données exigés par les marchés, jugés trop élevés, soit individuellement, soit collectivement. Le deuxième touche le fait que les participants aux marchés, parce qu'ils doivent acheter des données pour remplir leurs obligations réglementaires, sont captifs de ces droits. Le troisième concerne la transparence des propositions et des modifications de tarification. La présente partie aborde ces trois thèmes.

1. Droits relatifs aux données de marché trop élevés

Certains participants aux marchés se plaignent que le coût des données de marché va en s'accroissant et que les droits relatifs à ces données sont élevés. Ils s'inquiètent de la hausse substantielle du coût à supporter pour obtenir des données relatives aux marchés canadiens des capitaux propres. Ils soutiennent que les droits exigés par les marchés sont trop élevés individuellement et collectivement (c'est-à-dire les droits demandés par l'ensemble des marchés au Canada), particulièrement en comparaison avec ceux exigés collectivement de tous les marchés aux États-Unis (c'est-à-dire les droits consolidés).

S'agissant des droits facturés par marché, bien des participants aux marchés estiment que les droits appliqués par les petits marchés sont élevés en regard de la part de l'activité de négociation qui s'y déroule. Aux dires de certains participants aux marchés, les données de marché provenant des petits marchés contribuent « peu ou pas du tout » à la formation des cours et à la liquidité, étant donné la part modeste de l'activité de négociation de ces marchés. En outre, pour les courtiers, la pratique des marchés de facturer pour l'utilisation d'une même liste de données sur des systèmes de négociation et de gestion des ordres différents contribue à la hausse des coûts.

Bien que les courtiers se soucient du niveau des droits exigés par les marchés, ils sont prêts à payer si :

- les données obtenues en échange leur permettent d'exécuter des opérations avantageuses;
- le profit réalisé sur ces opérations l'emporte sur les frais à engager pour acheter ces données.

Quelques participants aux marchés, certes une minorité, considèrent les droits relatifs aux données de marché comme une simple « dépense nécessaire ».

2. Les participants, un « marché captif »

Les participants aux marchés relèvent deux facteurs contribuant à la hausse des droits relatifs aux données. Premièrement, le contrôle des marchés sur la production et la tarification de leurs propres produits de données de marché, aussi bien individuellement que collectivement. Deuxièmement, le contexte réglementaire qui, selon de nombreux courtiers, les oblige à avoir accès aux données de tous les marchés transparents. Les courtiers indiquent que, pour respecter le RPO dans la pratique, ils ont besoin des DPR en temps réel de tous les marchés pour chaque opération. Certains estiment que les marchés en profitent pour exiger des droits supérieurs à ceux qui se pratiqueraient si les marchés étaient soumis au jeu de la concurrence dans la production et la tarification de leurs données de marché.

²⁴ Partie 4 du Règlement 23-101 et Politiques 5.1 et 7.1 des RUIIM. Les courtiers qui sont assujettis aux RUIIM et s'y conforment sont dispensés de l'application du Règlement 23-101.

²⁵ Puisque c'est le client qui est le bénéficiaire de la meilleure exécution, il peut y renoncer, contrairement au RPO, qui protège les ordres au meilleurs cours.

3. **Transparence des propositions et modifications de tarification**

Certains consommateurs de données ont soulevé des questions à propos de l'examen, par les autorités de réglementation, des droits exigés par les marchés pour leurs données. Ils se demandent aussi s'il ne devrait pas y avoir une plus grande transparence dans le processus d'examen et si les barèmes de droits et les propositions en la matière ne devraient pas être publiés pour consultation.

V. **ANALYSE DES DROITS RELATIFS AUX DONNÉES DE MARCHÉ**

Comme il est mentionné dans la partie précédente, nous avons regroupé les problèmes entourant les droits relatifs aux données sous trois thèmes : i) les droits relatifs aux données de marché sont trop élevés; ii) les courtiers sont un marché captif en raison des obligations réglementaires relatives aux données de marché, et iii) il faut davantage de transparence dans les propositions et modifications de tarification.

La présente partie expose l'analyse des droits pratiqués par les marchés au Canada et de leur comparaison avec ceux des bourses²⁶ américaines et ailleurs à l'étranger²⁷.

Le deuxième thème concerne le fait que certains des problèmes entourant les droits relatifs aux données de marché sont liés au respect des obligations de meilleure exécution et du RPO dans un contexte de multiplicité des marchés. Selon nous, ces règles sont à la base de l'activité de négociation sur le marché des capitaux canadien. Cependant, en considération de leurs effets dans un contexte de concurrence des marchés, nous nous engageons à examiner les indications fournies à leur sujet et en matière d'achat de données de marchés. Nous ne l'avons pas fait dans le présent document de consultation, car à notre avis, l'importance de ces règles commande d'entreprendre une démarche distincte et approfondie en ce sens.

Nous aborderons le troisième thème par l'une des options proposées dans la Partie VII du présent document de consultation.

1. **Comparaison des droits entre les marchés transparents canadiens**

(a) **Méthode d'analyse**

Notre méthode d'analyse des droits relatifs aux données de marché au Canada prend appui sur le cadre réglementaire des droits. En particulier, la règle d'accès équitable enjoint aux marchés de ne pas interdire sans motif valable l'accès aux droits exigés pour leurs services, notamment pour les données de marché, ni imposer de conditions d'accès ou d'autres limites à cet égard. Les indications fournies relativement à cette règle précisent que l'un des facteurs à prendre en compte dans l'évaluation de ces droits est le rapport entre leur montant et la part du marché concerné dans l'activité de négociation.

Nous avons limité notre examen aux droits d'abonnement professionnels²⁸ exigés par chaque marché transparent pour les DTR et les DPR en 2011. Nous avons analysé les droits de chaque marché, en dollars absolus et relatifs, en regard de leur activité de négociation en 2011, afin d'assurer l'impartialité et la cohérence de la méthode d'analyse. En général, nous avons fondé l'analyse sur les droits par abonné exigés par chaque marché pour les données des opérations réalisées sur tous les titres cotés sur ce marché. Lorsque les droits différaient selon le lieu d'inscription à la cote, comme dans le cas de la Bourse TMX et de la Bourse Alpha, nous avons également pris ces droits en considération. Les mesures de l'activité de négociation utilisées dans notre analyse sont les suivantes : par million d'actions négociées, par tranche de 100 millions de dollars en valeur des opérations, et par 10 000 opérations. L'Annexe A expose notre méthode de calcul des droits relatifs aux DTR et aux DPR de chaque marché canadien transparent.

Prise isolément, une mesure de l'activité de négociation peut amener à surestimer ou à sous-estimer les droits exigés par un marché par rapport à ses homologues²⁹. Cependant, nous avons privilégié la mesure du volume, c'est-à-dire les chiffres par

²⁶ L'analyse s'est limitée aux principales bourses, car il nous a été impossible d'obtenir suffisamment d'information sur les droits relatifs aux données exigés par les bourses, réseaux de communication électronique et SNP de plus petite taille à l'étranger à partir des sources publiques disponibles.

²⁷ Dans la comparaison des droits demandés par la Bourse de Toronto avec ceux de ses homologues aux États-Unis et dans l'Union européenne, nous n'avons pas évalué si les droits appliqués par les homologues étaient justes et raisonnables en regard de leur part du marché intérieur. Nous nous sommes limités à comparer les droits en dollars absolus et relatifs. Nous sommes conscients que, dernièrement, dans l'Union européenne, certains participants aux marchés ont haussé le ton au sujet du coût des données de marché en Europe.

²⁸ Tous les participants aux marchés n'ont pas la même définition des coûts des données de marchés. Certains en donnent une définition étroite qui se borne aux droits d'abonnement, et d'autres une définition large qui englobe les frais relatifs à la connectivité, à la colocalisation et aux fournisseurs. Nous avons limité notre analyse aux droits d'abonnement professionnels parce que tous les participants aux marchés en payent et que, pour eux, les droits d'abonnement comptent pour une part appréciable du coût total des données de marché.

²⁹ Par exemple, si un marché enregistre un volume élevé d'actions négociées, mais que le cours des actions est relativement bas, ses droits relatifs seront moins élevés si l'on prend la mesure du volume, et plus élevés si l'on prend la mesure de la valeur. De même, si un marché enregistre un nombre élevé d'opérations, mais que la taille moyenne des opérations est peu élevée, ses droits relatifs seront plus bas si l'on utilise la mesure du nombre d'opérations, et plus élevés si l'on utilise la mesure

million d'actions négociées, parce qu'elle concorde avec la mesure de l'activité de négociation utilisée par le secteur. Toutefois, pour donner une vue d'ensemble du classement des droits de chaque marché selon les trois mesures, nous présentons notre analyse complète à l'Annexe B.

(b) Constatations

On constate une grande variabilité dans les droits relatifs aux DTR et aux DPR (voir le Tableau 1).

Tableau 1 – Droits exigés par chaque marché transparent en 2011

Droits par abonné	Bourse de Toronto	Bourse de croissance TSX	CNSX	Alpha (Bourse de Toronto)	Alpha (Bourse de croissance TSX)	Chi-X	Omega	Pure
DTR	38 \$/ 32 \$ ³⁰	25 \$	9,00 \$	15,00 \$	7,50 \$	12,00 \$	2,85 \$	11,00 \$
DTR et DPR	88 \$/82 \$	51 \$	9,00 \$	48,00 \$	24,50 \$	30,00 \$	2,85 \$	16,50 \$

Source : information fournie par les marchés et les sites Web des marchés.

Pour les DTR, les droits vont de 2,85 \$ à 38 \$, et pour les DPR, de 2,85 \$ à 88 \$³¹. Dans l'ensemble, la Bourse de Toronto est le marché le plus coûteux pour ses DTR et ses DPR, Omega le moins coûteux, et les autres marchés se situent entre les deux. Les DTR de la Bourse de Toronto coûtent entre 1,5 et 13 fois plus que celles des autres marchés³², et ses DPR, entre 1,7 et 31 fois plus³³.

Si l'on examine les droits exigés par chaque marché à la lumière de l'activité de négociation sur le marché³⁴, le classement des marchés du plus coûteux au moins coûteux change considérablement. À deux exceptions près, les droits relatifs aux DTR de la Bourse de Toronto sont les moins élevés pour chacune des mesures de l'activité de négociation examinées. Inversement, ceux du CNSX sont les plus élevés. Les droits relatifs de ce dernier pour les DTR sont supérieurs à ceux de la Bourse de Toronto d'environ 30 à 2 000 fois. Cette observation vaut aussi pour les droits relatifs aux DPR, bien que la différence soit de moindre ampleur (voir le Tableau 2 et l'Annexe B).

Tableau 2 - Comparaison proportionnelle des droits relatifs exigés par chaque marché transparent en 2011

	Bourse de Toronto	Bourse de croissance TSX	CNSX	Alpha (Bourse de Toronto)	Alpha (Bourse de croissance TSX)	Chi-X	Omega	Pure
Comparaison des droits par million d'actions négociées (proportionnellement aux droits de la Bourse de Toronto)								
DTR	1,0	1,1	29,8	1,1	1,6	2,2	1,8	3,5
DPR	1,0	0,9	12,6	1,5	2,3	2,3	0,7	2,2
Comparaison des droits pour 100 000 000 \$ d'opérations (proportionnellement aux droits de la Bourse de Toronto)								
DTR	1,0	23,9	2018,0	1,5	36,3	2,0	2,3	5,9
DPR	1,0	19,9	939,6	2,2	55,3	2,4	1,1	4,1

du volume total. En revanche, la valeur monétaire des opérations a l'avantage de ne tenir compte que de la valeur des opérations, de sorte qu'elle tend à éviter les biais inhérents aux mesures du volume et du nombre d'opérations.

³⁰ Le premier montant (38 \$) représente les droits appliqués de janvier à septembre 2011, et le deuxième (32 \$), ceux appliqués à partir d'octobre 2011.

³¹ On trouvera à l'Annexe A un exposé complet de notre méthode de calcul des droits.

³² L'analyse étant fondée sur les droits de 38 \$ de la Bourse de Toronto.

³³ L'analyse étant fondée sur les droits de 88 \$ de la Bourse de Toronto.

³⁴ Dans le cas des marchés qui, pour les données de marché, pratiquent des droits différents selon que les titres sont cotés sur la Bourse de Toronto ou sur la Bourse de croissance TSX, nous avons évalué séparément leurs droits relatifs en fonction de leur activité de négociation sur les deux catégories de titres. Dans le cas des marchés qui exigent des droits identiques pour les deux catégories de titres, nous avons évalué leurs droits relatifs en fonction du total de leur activité de négociation, qu'il s'agisse de titres cotés sur la Bourse de Toronto ou sur la Bourse de croissance TSX.

Comparaison des droits par 10 000 opérations (proportionnellement aux droits de la Bourse de Toronto)								
DTR	1,0	10,8	1144,4	1,2	9,6	1,0	1,9	4,5
DPR	1,0	9,0	531,6	1,8	14,6	1,2	0,9	3,1

Sources : Rapport de l'OCRCVM sur la part du marché par bourse ou marché, information fournie par les marchés, sites Web des marchés, calculs de la CVMO.

Ces résultats étaient prévus, étant donné le volume d'opérations beaucoup plus élevé sur la Bourse de Toronto comparativement aux autres marchés. Dans une certaine mesure, les droits relativement inférieurs de la Bourse de Toronto peuvent être dus aux coûts de production moindres résultant des économies d'échelle dans les activités d'exploitation de la Bourse de Toronto. Si l'on élimine les droits relatifs les plus et les moins élevés (soit ceux du CNSX, d'Alpha (Bourse de croissance TSX) et de la Bourse de croissance TSX), on constate que les droits des autres marchés sont souvent égaux ou légèrement supérieurs à ceux de la Bourse de Toronto. Dans les autres cas, les petits marchés demandent, tout au plus, des droits 6 fois plus élevés que la Bourse de Toronto pour les DTR et, tout au plus, des droits environ 4 fois plus élevés pour les DPR. Tous ces marchés occupent une part plus petite de l'activité de négociation que la Bourse de Toronto (voir le Tableau 3).

Tableau 3 - Parts de l'activité de négociation des marchés transparents en 2011

	Bourse de Toronto	Bourse de croissance TSX	TMX Select	CNSX	Alpha	Chi-X	Omega	Pure
Volume	41,5 %	26,0 %	0,5 %	0,3 %	20,1 %	6,2 %	1,8 %	3,6 %
Valeur	63,9 %	1,8 %	0,5 %	0,0 %	17,9 %	10,4 %	2,2 %	3,3 %
Nombre d'opérations	53,9 %	3,4 %	0,7 %	0,0 %	18,5 %	17,7 %	2,2 %	3,6 %

Sources : Rapport de l'OCRCVM sur la part du marché par bourse ou marché, calculs de la CVMO.

L'un des marchés, la Bourse Alpha, applique des droits d'accès aux données différents selon le marché de cotation, c'est-à-dire pour les données sur les titres cotés sur la Bourse de Toronto et sur la Bourse de croissance TSX. Pour apprécier l'affirmation des participants aux marchés selon laquelle le Groupe TMX exige des droits trop élevés pour les titres de la Bourse de croissance TSX par rapport à l'activité de négociation sur ces titres, nous avons analysé les droits demandés par les deux marchés pour les données de la Bourse de croissance TSX³⁵ par rapport à leur activité de négociation sur les titres cotés sur cette bourse. S'agissant des DTR, nous avons constaté que les droits relatifs d'Alpha pour les titres de la Bourse de croissance TSX sont 1,5 fois plus élevés que ceux de la Bourse de croissance TSX. Quant aux DPR, nous avons constaté qu'ils sont 2,4 fois supérieurs à ceux de la Bourse de croissance TSX. En 2011, la Bourse de croissance TSX a dominé l'activité de négociation sur les titres inscrits à sa cote, enregistrant 80 % du volume des opérations. En revanche, la part d'Alpha dans l'activité de négociation sur les titres cotés sur la Bourse de croissance TSX s'est établie à 16 %.

2. Comparaison des droits consolidés aux États-Unis et au Canada

Dans la présente section, il est question de l'affirmation selon laquelle le coût d'achat des données consolidées est comparativement moins élevé aux États-Unis qu'au Canada.

L'Annexe C contient une analyse détaillée de la structure de marché et de la réglementation des données de marché aux États-Unis. On remarquera cependant les différences suivantes.

- Les négociations aux États-Unis sont subordonnées à une obligation de meilleure exécution similaire à celle qui s'applique au Canada. Elles sont également soumises à un RPO, mais seulement sur les ordres de tête du registre, et non sur la profondeur du registre comme au Canada.
- Bien que les bourses américaines soient tenues de fournir leurs données à un consolidateur (un « securities information processor » ou « SIP », qui traite les informations sur les valeurs) semblable à l'ATI, ils ne doivent fournir que les DTR et la liste des données consolidées n'affiche pas la pleine profondeur du marché.
- Il existe deux SIP, un pour les titres du NYSE et du NYSE MKT (les titres cotés sur l'Amex) et l'autre pour les titres cotés sur le NASDAQ. Au Canada, l'ATI consolide les données de tous les titres cotés sauf les options.
- La Consolidated Tape Association (« CTA ») et l'UTP SIP Plan, les organismes encadrant les SIP, n'appliquent pas de barème de droits transparent à l'égard des données consolidées et diffusées par les SIP. Ils fixent leurs prix pour les

³⁵ Nous n'avons pas analysé les autres marchés où se négocient des titres cotés sur la Bourse de croissance TSX parce qu'ils n'exigent pas de droits distincts pour accéder aux données de la Bourse de croissance TSX sur leurs installations.

données et rémunèrent les marchés participants en partageant les produits des activités ordinaires réalisés par les SIP selon une formule réglementaire³⁶.

- Les droits d'abonnement totaux au Network B (NYSE MKT) et au NASDAQ UTP (titres cotés sur le NASDAQ) sont inférieurs à ce qu'il en coûte pour acheter séparément des données de chaque marché. En outre, le Network A (titres cotés sur le NYSE) applique un barème de droits d'abonnement dégressif qui diminue rapidement après le premier utilisateur³⁷. Nous estimons que les droits du Network A pour un abonné unique sont en fait plus élevés que ce qu'il en coûte pour acheter séparément des données de chaque marché.
- Les SNP américains ne sont pas tenus de fournir de données à un SIP en deçà d'un certain seuil de part de marché, mais bon nombre choisissent de le faire pour toucher une part des produits des activités ordinaires partagés par le SIP en transmettant leurs données à une bourse membre de la CTA.
- Aucun SNP actuellement en activité aux États-Unis ne facture les utilisateurs pour les données obtenues directement de lui. Cela découle cependant d'une décision de gestion, et non d'une obligation réglementaire.

(a) Méthode d'analyse

Pour comparer le coût des DTR consolidées au Canada et aux États-Unis, nous avons calculé le coût total de l'accès aux DTR en temps réel de tous les marchés où se négocient des titres cotés sur la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et le CNSX au Canada, et de tous les membres de la CTA et d'UTP aux États-Unis. Pour obtenir une comparaison équivalente du coût des DPR consolidées, nous avons examiné les droits d'accès aux DTR et aux DPR pratiqués aux États-Unis et au Canada. On trouvera aux annexes D et E une description exhaustive de notre méthode et de nos calculs.

(b) Constatations

Le coût total de l'accès, direct ou par l'entremise de l'ATI, aux DTR au Canada est de 118,85 CAD par mois. Aux États-Unis, les droits totaux des SIP se chiffrent à 173,99 CAD par mois³⁸. En dollars absolus, les DTR consolidées sont moins chères au Canada, mais proportionnellement au volume des opérations, elles sont environ 7 fois plus coûteuses que leur équivalent américain.

Tableau 4 – Droits absolus et relatifs pour les DTR consolidées au Canada et aux États-Unis en 2011

	Marchés canadiens consolidés	Marchés américains consolidés
<i>DTR - professionnels - droits mensuels</i>	118,85 \$	173,99 \$
Pour 1 million d'actions	0,0201 \$	0,0027 \$

Sources : Rapport de l'OCRCVM sur la part du marché par bourse ou marché, World Federation of Exchanges, information fournie par les marchés, sites Web des marchés, calculs de la CVMO.

Le coût total de l'accès aux DPR au Canada, qu'elles soient consolidées ou par marché, est de 268,35 CAD par mois. Le coût total de l'accès aux DPR des marchés américains membres de la CTA et d'UTP est de 285,17 CAD par mois. Proportionnellement au volume des opérations, les droits relatifs pour les DPR au Canada sont environ 10 fois supérieurs à leurs équivalents américains.

Tableau 5 – Droits absolus et relatifs pour les DPR consolidées au Canada et aux États-Unis en 2011

	Marchés canadiens consolidés	Marchés américains consolidés
<i>DPR - professionnels - droits mensuels</i>	268,35 \$	285,17 \$
Pour 1 million d'actions	0,0454 \$	0,0044 \$

Sources : Rapport de l'OCRCVM sur la part du marché par bourse ou marché, World Federation of Exchanges, information fournie par les marchés, sites Web des marchés, calculs de la CVMO.

Ces résultats étaient prévisibles, étant donné le plus grand volume d'opérations et nombre d'utilisateurs professionnels de données aux États-Unis. Le volume total consolidé des opérations transparentes y est environ 7 fois plus important que le

³⁶ La formule de partage des produits des activités ordinaires est établie par la Securities and Exchange Commission (« SEC »).

³⁷ Le taux pour un utilisateur unique est de \$127,50 par mois par abonné, tandis qu'une société comptant trois utilisateurs paierait 58,25 \$ par mois par abonné.

³⁸ 1,00 USD = 0,9971 CAD au 1^{er} février 2012.

volume total des opérations transparentes au Canada³⁹, et on y recense 10 fois plus d'abonnés professionnels⁴⁰. La grande taille du marché américain permet des économies d'échelle supérieures qui peuvent être répercutées sur les participants au marché. En outre, les volumes étant supérieurs, ils génèrent des produits des activités ordinaires plus élevés sur les opérations et peuvent attirer davantage de sociétés souhaitant être admises en bourse, d'où un effet positif sur les produits des activités ordinaires tirés des inscriptions à la cote, si bien que les marchés américains comptent moins sur les droits relatifs aux données pour soutenir leurs activités.

Le régime d'établissement des droits relatifs aux données consolidées et le modèle de partage des produits des activités ordinaires des SIP sont d'autres raisons expliquant que les droits consolidés sont inférieurs aux États-Unis. La CTA américaine établit les droits applicables aux DTR consolidées et les marchés sont rémunérés par le partage des produits des activités ordinaires générés par les SIP. La part de ces produits qui est dévolue à chaque marché est calculée suivant une formule élaborée et approuvée par la Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis. Cette formule est également comprise dans le plan de la CTA. Toute modification apportée à ce plan, y compris aux droits applicables, requiert la modification des ententes d'adhésion des marchés au plan, de même que le consentement de tous les participants au plan et l'approbation de la SEC. Il est difficile de parvenir à une entente sur ces modifications. L'inertie est sans doute l'un des principaux facteurs pour lesquels les droits relatifs aux données consolidées demeurent relativement bas aux États-Unis. Par exemple, ces droits n'ont pas changé depuis 1994 dans le cas du Network A et du Network B et depuis 1998 dans celui de l'UTP Plan.

3. Comparaison entre les droits de la Bourse de Toronto et ceux des homologues internationaux

Dans la présente section, nous comparons les droits exigés par la Bourse de Toronto avec ceux de ses homologues internationaux, en dollars absolus et relatifs.

On trouvera à l'Annexe F un exposé de la structure de marché et de la réglementation des données de marché dans l'Union européenne. Il est à remarquer que la réglementation n'impose aucun consolidateur de données (téléscripteur consolidé) en Europe. En outre, il n'existe aucun RPO sur les marchés européens et les obligations de meilleure exécution n'y sont pas interprétées de la même manière qu'au Canada. L'Annexe G donne un bref aperçu des marchés à Hong Kong et au Brésil.

(a) Méthode d'analyse

Nous avons comparé les droits relatifs aux DTR et aux DPR exigés par la Bourse de Toronto avec ceux de ses homologues internationaux comparables. À cette fin, nous avons sélectionné un certain nombre de marchés comparables, notamment NYSE Euronext (États-Unis), NYSE Euronext (Europe), le NASDAQ OMX, le NASDAQ OMX Nordic, le London Stock Exchange (« LSE »), l'Australian Stock Exchange (« ASX »), le Hong Kong Stock Exchange (« HKSE ») et la Bourse du Brésil (« BM&FBOVESPA »). Les mesures de l'activité de négociation utilisées dans notre analyse sont : par million d'actions négociées, par tranche de 100 millions de dollars en valeur des opérations, et par tranche de 10 000 opérations.

Ainsi qu'il est mentionné dans notre analyse des droits exigés par les marchés canadiens, prise isolément, chaque mesure de l'activité de négociation peut amener à sous-estimer ou à surestimer les droits exigés par un marché par rapport à ses homologues. Comme dans notre analyse des marchés canadiens, nous avons privilégié la mesure du volume, c'est-à-dire les chiffres par million d'actions négociées.

(b) Constatations

Tableau 6 – Synthèse des droits absolus et relatifs exigés pour 1 million d'actions négociées par la Bourse de Toronto et ses homologues internationaux en 2011

Moyenne mensuelle	Bourse de Toronto	LSE	ASX	NYSE Euronext (Europe)	NASDAQ Q Nordic	NYSE Euronext (É.-U.)	NASDAQ Q (É.-U.)	BM&F Bovespa	HKSE
Volume d'opérations (en milliards)	9	72	51	10	6	48	76	73	246

³⁹ Calculs de la CVMO d'après les données obtenues de Thomson Reuters et tirées du Rapport de l'OCRCVM sur la part du marché par bourse ou marché. Le volume total des opérations transparentes est égal à la somme du volume des opérations sur tous les marchés transparents.

⁴⁰ Calculs de la CVMO d'après l'information fournie par les marchés et diffusée sur le site Web de NYSE Euronext.

Professionnels – DTR									
Droits mensuels par abonné ⁴¹	38 \$/32 \$ ⁴²	65,19 \$	54,16 \$ ⁴³	94,27 \$	53,15 \$	154,95 \$ ⁴⁴	20,06 \$	s.o.	15,43 \$
Pour 1 million d'actions	0,0042 \$	0,0009 \$	0,0011 \$	0,0094 \$	0,0082 \$	0,0032 \$	0,0003 \$	s.o.	0,0001 \$
Professionnels – DPR									
Droits mensuels par abonné	88 \$/82 \$ ⁴⁵	268,78 \$ ⁴⁶	54,16 \$	130,38 \$ ⁴⁷	132,38 \$ ⁴⁸	150,44 \$ ⁴⁹	136,39 \$ ⁵⁰	54,10 \$ ⁵¹	51,44 \$ ⁵²
Pour 1 million d'actions	0,0100 \$	0,0037 \$	0,0011 \$	0,0130 \$	0,0205 \$	0,0031 \$	0,0018 \$	0,0007 \$	0,0002 \$

Les droits relatifs aux DTR appliqués par la Bourse de Toronto sont comparables à ceux de plusieurs bourses européennes, aussi bien en dollars que proportionnellement au volume d'opérations. Par contre, les bourses européennes tendent à imposer des droits plus élevés pour les DPR que pour les DTR en dollars absolus. Par rapport au volume de l'activité de négociation, les droits de la Bourse de Toronto se situent dans la moyenne de ceux des bourses européennes.

Comme il est mentionné ci-dessus, en comparaison des droits pour les DTR des bourses américaines, ceux de la Bourse de Toronto correspondent environ à ceux du NYSE et du NASDAQ en dollars absolus. Relativement au volume d'opérations, les DTR et les DPR des deux bourses américaines sont considérablement moins chères que celles de toutes les autres bourses examinées.

L'ASX ne facture pas de droits distincts pour les DTR et les DPR. Relativement à l'activité de négociation, les DTR et les DPR combinées de l'ASX coûtent légèrement moins cher que les données équivalentes de la Bourse de Toronto, de même que celle-ci et de la Bourse de croissance TSX réunies⁵³. Bien que la structure du marché australien ressemble à celle du marché canadien⁵⁴, il est à noter que la comparaison entre les droits relatifs de la Bourse de Toronto et de l'ASX est peut-être faussée. Les titres cotés sur l'ASX sont plus dilués que ceux cotés sur la Bourse de Toronto⁵⁵, de sorte que le volume d'opérations de l'ASX est notablement plus élevé que celui de la Bourse de Toronto. La différence explique pourquoi les droits relatifs de l'ASX sont moins élevés.

La BM&FBOVESPA et le HKSE appliquent des droits absolus et relatifs plus bas que la Bourse de Toronto. La structure des marchés dans lesquels ces bourses évoluent rend la comparaison des droits relatifs difficile. Les marchés canadiens sont en concurrence et les titres cotés sur la Bourse de Toronto se négocient sur plusieurs marchés. La BM&FBOVESPA et le HKSE sont des monopoles et les titres qui y sont cotés ne peuvent pas être négociés ailleurs. Une comparaison directe est donc futile.

4. Conclusions - droits relatifs aux données de marché au Canada

Voici les conclusions que nous tirons de notre analyse :

⁴¹ Les droits sont convertis en dollars canadiens selon les taux de change suivants : 1 USD = 0,9971 CAD, 1 EUR = 1,3164 CAD, 1 AUD = 1,0698 CAD, 1 BRL = 0,5755 CAD, 1 HKD = 0,1286 CAD.

⁴² Le premier tarif a été en vigueur de janvier à septembre 2011 et le deuxième est celui qui s'appliquait en octobre 2011. Les droits de la Bourse de Toronto ont été pondérés en fonction de la modification tarifaire effectuée en octobre 2011.

⁴³ Les droits de l'ASX s'appliquent aux DTR et aux DPR.

⁴⁴ Les droits relatifs aux DTR de NYSE Euronext (États-Unis) comprennent les droits relatifs aux données du Network A (pour un utilisateur) et du Network B (dernière vente et écart acheteur-vendeur).

⁴⁵ Droits réellement pratiqués par la Bourse de Toronto pour les DPR. On trouvera à l'Annexe B le calcul de ces droits selon le barème de la Bourse de Toronto.

⁴⁶ Droits du LSE Level 2.

⁴⁷ Droits du Cash Full Order Book de NYSE Euronext (Europe).

⁴⁸ Droits du Nordic Equity TotalView du NASDAQ OMX.

⁴⁹ Droits du NYSE OpenBook, du NYSE Market OpenBook et du NYSE ArcaBook de NYSE Euronext (États-Unis).

⁵⁰ Droits du NASDAQ Total View (pour les émissions sur le NASDAQ), du NASDAQ BX Total View et du NASDAQ PSX Total View.

⁵¹ Droits d'accès par terminal, Internet et extranet.

⁵² Droits du Full Book.

⁵³ Les droits combinés pondérés de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX pour les DTR et les DPR sont de 0,009 \$ et de 0,0197 \$ par million d'actions.

⁵⁴ Les titres cotés sur l'ASX se négocient sur un marché concurrent, Chi-X Australia.

⁵⁵ Sur l'ASX, le nombre moyen d'actions en circulation de sociétés cotées ayant une capitalisation boursière d'au moins 1 milliard de dollars était de 991 millions. Sur la Bourse de Toronto, il était de 287 millions. Calculs établis sur les données obtenues de Capital IQ.

- a. Il n'y a pas de preuve concluante que les droits exigés par la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX sont déraisonnables.
- Bien qu'en dollars absolus, les droits appliqués par la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX pour les données de marché soient les plus élevés au Canada, nous n'avons pas trouvé de preuve concluante que ces marchés abusent de leur position dominante en exigeant des droits élevés en regard de leur part de l'activité de négociation.
 - Les droits relatifs aux données de la Bourse de Toronto sont comparables à ceux de bon nombre de ses homologues européens, mais supérieurs à ceux de ses homologues américains. Cela semble corroborer l'idée selon laquelle les droits de la Bourse de Toronto sont raisonnables, puisqu'ils se situent entre les droits appliqués en Europe et ceux exigés aux États-Unis.
- b. Il existe des preuves qu'au Canada, les marchés occupant une part de marché plus petite facturent, dans certains cas, des droits élevés en regard de la part de l'activité de négociation.
- Cela n'implique pas nécessairement que ces marchés exigent des droits enfreignant les dispositions du Règlement 21-101 en matière d'accès équitable et imposent sans motif valable des conditions d'accès ou d'autres limites à l'accès à leurs services de données.
 - Bien qu'on ne nous ait pas fourni d'information sur les coûts, il est possible que les petits marchés demandent des droits « au volume » plus élevés du fait qu'il leur en coûte davantage pour fournir des données à chaque utilisateur. Les coûts des infrastructures des petits marchés sont peut-être semblables à ceux des grands marchés et ces droits plus élevés pourraient s'expliquer par la nécessité de recouvrer ces coûts. En outre, ces marchés appliquent peut-être des droits « au volume » plus élevés parce qu'ils sont en démarrage et n'ont pas encore atteint les résultats prévus.
- c. Il existe des preuves que le coût des données consolidées au Canada est relativement plus élevé qu'aux États-Unis.
- Grâce au programme des SIP aux États-Unis, les droits relatifs aux données consolidés y sont, par rapport au volume d'opérations, bien moindres qu'au Canada.
 - Nous prenons acte du point de vue des participants aux marchés au Canada qui considèrent que, dans l'idéal, les droits relatifs aux données exigés par les marchés canadiens et américains devraient se rapprocher. Cependant, les différences dans le contexte réglementaire, la structure du secteur, de même que l'échelle et la taille des deux marchés peuvent expliquer l'écart et ne laissent guère croire qu'un rapprochement soit réaliste.

Une première analyse nous amène à penser que le montant de certains des droits relatifs aux données n'est pas déraisonnable, mais que le quantum de certains droits peut se traduire par une tarification élevée des données consolidées, ce qui peut provoquer des inefficiences et nuire à la capacité des marchés de remplir leurs obligations réglementaires. Par conséquent, nous estimons qu'il faut envisager de prendre des mesures pour traiter la question des droits exigés par les marchés, individuellement et collectivement, pour les données de marché.

VI. MESURES RÉGLEMENTAIRES PRISES À CE JOUR

La présente partie expose les mesures prises par les membres des ACVM pour analyser et traiter la problématique des droits relatifs aux données de marché.

1. Examen de la tarification des marchés canadiens

La problématique des droits relatifs aux données de marché s'est posée la première fois lors de la sélection d'une l'ATI en 2009. 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*, faisait état des problèmes soulevés à l'époque et le personnel des ACVM y indiquait son intention de les examiner ultérieurement, notamment :

- de réviser les obligations réglementaires concernant les droits relatifs aux données exigés collectivement par tous les marchés canadiens;
- d'examiner les barèmes de droits des consolidateurs et fournisseurs de données et des marchés;
- d'analyser les mesures prises par d'autres autorités en valeurs mobilières pour assurer l'équilibre entre les coûts et les avantages des données de marché, et de définir les moyens possibles de correction et d'atténuation des abus potentiels en matière de droits relatifs aux données de marché.

Aux fins du présent examen, nous avons demandé de l'information sur les droits à tous les marchés transparents. L'analyse de cette information a démontré la nécessité d'une recherche plus approfondie sur les droits relatifs aux données de marché dont les résultats sont exposés dans le présent document de consultation.

Depuis les dernières années, le personnel de la CVMO et de la British Columbia Securities Commission (« BCSC ») fait un examen approfondi des propositions de modifications tarifaires⁵⁶ des marchés, dans le cadre de la surveillance continue des marchés. Voici le détail de ces examens.

(a) Examen par le personnel de la CVMO

Depuis quelques années, le personnel de la CVMO insiste tout particulièrement sur l'examen des modifications proposées aux droits, notamment les droits relatifs aux données, présentés en vertu de l'Annexe A1 et de l'Annexe A2. Il est demandé aux marchés de justifier la modification dans la proposition présentée, notamment d'y inclure une analyse de la conformité des droits proposés aux règles d'accès équitable. L'information fournie sert à évaluer si les modifications proposées créeraient une barrière à l'accès aux services du marché. Les examens réalisés par le personnel de la CVMO s'appuient principalement sur les données statistiques après opérations fournies par les marchés et l'OCRCVM⁵⁷. L'orientation adoptée par le personnel dans l'examen des droits relatifs aux données à ce jour repose sur la règle d'accès équitable et les indications fournies à ce sujet dans l'Instruction générale 21-101.

(b) Examen par le personnel de la BCSC

Depuis les dernières années, le personnel de la BCSC insiste également davantage sur l'examen des propositions de modification des droits, notamment les droits relatifs aux données. La BCSC demande aussi aux marchés de justifier leurs propositions de modifications tarifaires au moyen d'un dossier d'analyse et de fournir un examen des droits proposés et de leur conformité aux règles d'accès équitable et, dans le cas de la Bourse de croissance TSX, aux dispositions de sa décision de reconnaissance qui exigent que les droits :

- soient attribués équitablement;
- n'aient pas pour effet de créer de barrières à l'accès;
- permettent un équilibre avec la nécessité pour la bourse de réaliser un chiffre d'affaires suffisant pour s'acquitter de ses responsabilités;
- soient justes, raisonnables et adéquats.

2. Transparence des ententes d'entreprise offertes par les marchés

L'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (« ACCVM ») avait soulevé le problème du manque de transparence entourant les ententes d'entreprise des grands consommateurs de données. Les ACVM ont envisagé d'en accroître la transparence afin d'aider les acheteurs de données de marché à comprendre les critères à remplir pour avoir droit de conclure de telles ententes. Les modifications au Règlement 21-101 mises en œuvre le 1^{er} juillet 2012 exigent désormais la transparence relativement à ces ententes⁵⁸ et à la façon dont les rabais sur les droits sont établis.

3. Étude et analyse des droits relatifs aux données de marché

Dans la collecte d'information pour cette consultation, nous avons réalisé des entrevues⁵⁹ avec un échantillon représentatif de participants aux marchés afin de mieux connaître leurs préoccupations concernant les données de marché. Les discussions visaient à comprendre les types de données de marché et leur usage ainsi que les contrôles de gestion des coûts et de l'approvisionnement instaurés par les participants aux marchés pour gérer le coût des données. Ces derniers nous ont aussi fait part de leurs suggestions de solutions possibles pour répondre à leurs doléances à l'égard des droits relatifs aux données de marché.

En outre, nous avons étudié et analysé la réglementation des droits relatifs aux données de marché aux États-Unis et dans l'Union européenne, la tarification des données de marché, la théorie des prix et les analyses de rentabilité du secteur des courtiers en valeurs. L'Annexe H contient la bibliographie des sources consultées à l'occasion de l'étude et de l'analyse.

⁵⁶ Le personnel de la CVMO examine toutes les modifications tarifaires déposées par la Bourse de Toronto, le CNSX, Alpha et les SNP, et celui de la BCSC examine celles de la Bourse de croissance TSX.

⁵⁷ http://www.ocrcvm.ca/news/Documents/MarketplaceStatisticsReportHistorical_fr.pdf

⁵⁸ Article 10.1 du Règlement 21-101 et article 12.1 de l'Instruction générale 21-101.

⁵⁹ Le personnel de la CVMO et de l'Alberta Securities Commission ont mené des entrevues et le personnel de la BCSC a discuté avec les courtiers en placement de la province de leurs préoccupations à l'égard des droits relatifs aux données de marché.

4. Consultation du secteur sur la démarche proposée en réponse à la problématique des droits relatifs aux données

L'étape suivante de nos travaux consistait à élaborer et à publier le présent document de consultation. Une fois que nous aurons consulté le secteur sur notre démarche, nous déterminerons si d'autres mesures s'avèrent appropriées ou nécessaires.

VII. OPTIONS EN RÉPONSE AUX PROBLÈMES ENTOURANT LES DROITS RELATIFS AUX DONNÉES DE MARCHÉ

Dans la présente partie, nous décrivons les options qui pourraient être envisagées pour gérer la problématique du coût des données de marché. Nous les avons regroupées en deux catégories selon les questions que nous comptons traiter : les droits élevés sur les données de marché ainsi que la transparence des droits proposés et des modifications de barèmes de droits. Les options proposées sont exposées ci-dessous.

1. Options envisagées sur la question des droits élevés pour les données de marché

Les options de cette catégorie, si elles étaient retenues, encadreraient les droits relatifs aux données par divers moyens. Plus particulièrement, elles comprennent : i) le plafonnement des droits relatifs aux « données de base »; ii) le plafonnement des droits exigés par les marchés; iii) le plafonnement des droits relatifs aux données vendues par l'intermédiaire de l'ATI; iv) la réglementation des droits relatifs aux données de base facturés par l'ATI et v) la création d'un service public de données devant exercer ses activités selon le principe du recouvrement des coûts. Ces options sont décrites ci-dessous.

Option 1 : Plafonnement des droits relatifs aux « données de base »

Cette option consisterait à définir un ensemble de données, appelées « données de base », qui seraient assujetties à des obligations réglementaires. L'autorité de réglementation régirait alors la distribution des droits applicables aux données de base, qu'elles soient diffusées par l'intermédiaire de l'ATI ou par les marchés. Puisque les données de base ne devraient pas nécessairement comprendre tous les éléments de données inclus actuellement dans les listes de données de marché, il serait peut-être possible d'y avoir accès à moindre coût.

Les marchés seraient libres d'établir une tarification pour les données en temps réel autres que les données de base qu'ils offrent, sous réserve du processus normal d'examen et d'approbation des droits. Afin que les marchés ne puissent pas regrouper les données de base avec d'autres données en vue de contourner les restrictions tarifaires, ils seraient tenus d'offrir les données de base en tant que produit autonome.

Question 1 : *Cette option aurait-elle des conséquences non souhaitées sur le secteur, les marchés ou les sociétés? Ces conséquences se feraient-elles sentir de façon égale dans tout le secteur ou se répercuteraient-elles davantage sur des sociétés de certains types ou de certaines tailles?*

Question 2 : *Quelles sont les répercussions de l'option proposée sur les plans concurrentiel et commercial?*

Question 3 : *L'option proposée répondrait-elle efficacement aux questions de droits relatifs aux données de marché? Cette option serait-elle plus efficace si on y ajoutait une autre option? Dans l'affirmative, laquelle ou lesquelles?*

Question 4 : *Quels sont les éléments qui devraient être inclus dans les données de base? Pourquoi?*

Question 5 : *De quelle manière le plafond des droits devrait-il être fixé? Veuillez fournir le plus de détails possible.*

Question 6 : *Devrait-il y avoir des plafonds semblables pour les données autres que les données de base? Dans l'affirmative, de quelle manière les plafonds devraient-ils être fixés? Sinon, de quels éléments le personnel devrait-il tenir compte dans l'évaluation des droits qui seront facturés pour les données autres que les données de base?*

Option 2 : Plafonnement des droits relatifs aux données facturés par un marché n'ayant pas atteint un seuil de minimis

Cette option imposerait le plafonnement des droits qu'un marché pourrait facturer pour ses données de marché lorsqu'elles sont en deçà d'un seuil de minimis pendant une certaine période. Le seuil pourrait être calculé selon la part de marché ou selon une combinaison de mesures, dont la part de marché. Le plafond pourrait être fixé à zéro ou à un montant symbolique jusqu'à ce que les données de marché diffusées atteignent le seuil de minimis. Le marché dont le seuil de minimis ne serait pas atteint pendant une certaine période verrait ses droits relatifs aux données de marché plafonnés jusqu'à ce que le seuil soit de nouveau atteint.

Le plafond ne s'appliquerait pas aux marchés qui dépassent le seuil de minimis. Ces marchés seraient libres d'établir une tarification, sous réserve du processus d'approbation des droits en place.

- Question 7 :** *Cette option aurait-elle des conséquences non souhaitées sur le secteur, les marchés ou les sociétés? Ces conséquences se feraient-elles sentir de façon égale dans tout le secteur ou se répercuteraient-elles davantage sur des sociétés de certains types ou de certaines tailles?*
- Question 8 :** *Quelles sont les répercussions de l'option proposée sur les plans concurrentiel et commercial?*
- Question 9 :** *L'option proposée répondrait-elle efficacement aux questions de droits relatifs aux données de marché? Cette option serait-elle plus efficace si on y ajoutait une autre option? Dans l'affirmative, laquelle ou lesquelles?*
- Question 10 :** *Quels sont les facteurs qui pourraient être pris en compte dans l'établissement du seuil de minimis? Quelles pourraient être la mesure et la période de mesure adéquates? Veuillez fournir le plus de détails possible.*
- Question 11 :** *Quels sont les facteurs qui devraient être pris en compte dans l'établissement du plafond? Veuillez fournir le plus de détails possible.*

Option 3 : Plafonnement des droits relatifs aux données de tous les marchés – établissement d'une échelle progressive de seuils et de plafonds correspondants à partir d'un seuil de minimis

Cette option limiterait le niveau des droits relatifs aux données de marché facturés individuellement par les marchés. Comme dans l'option précédente, le seuil de minimis pourrait être établi selon la part de marché ou selon une combinaison de mesures, dont la part de marché. Nous n'avons pas encore décidé quelle mesure servirait de seuil de minimis, mais pour aider à la compréhension de l'option, nous utiliserons la part de marché. Contrairement à l'option 2, qui ne prévoit qu'un seul seuil de part de marché et un seul plafond des droits, l'option 3 comprend une grille associant un plafond à chaque intervalle de seuil.

Le plafond pourrait correspondre à zéro ou à un montant symbolique jusqu'à ce que le seuil de minimis soit atteint. Il augmenterait ensuite lorsque le marché dépasserait le seuil de part de marché de minimis pour atteindre un seuil de part de marché plus élevé. Inversement, le plafond diminuerait à un niveau inférieur lorsque le marché régresserait à un seuil de part de marché inférieur. Comme dans l'option 2, le marché devrait demeurer au-dessus d'un seuil précis pendant une certaine période avant de pouvoir augmenter ses droits au niveau correspondant au seuil atteint.

Cette option empêcherait un marché d'exiger des droits ne reflétant pas sa part de marché. De plus, la grille tarifaire assurerait le contrôle des hausses des droits en liant les droits exigés par le marché à la part de marché qu'il occupe.

- Question 12 :** *Cette option aurait-elle des conséquences non souhaitées sur le secteur, les marchés ou les sociétés? Ces conséquences se feraient-elles sentir de façon égale dans tout le secteur ou se répercuteraient-elles davantage sur des sociétés de certains types ou de certaines tailles?*
- Question 13 :** *Quelles sont les répercussions de l'option proposée sur les plans concurrentiel et commercial?*
- Question 14 :** *L'option proposée répondrait-elle efficacement aux questions de droits relatifs aux données de marché? Cette option serait-elle plus efficace si on y ajoutait une autre option? Dans l'affirmative, laquelle ou lesquelles?*
- Question 15 :** *Quels sont les facteurs qui pourraient être pris en compte dans l'établissement du seuil de minimis et des seuils successifs plus élevés? Quelles pourraient être la mesure et la période de mesure adéquates?*
- Question 16 :** *Quels sont les facteurs qui pourraient être pris en compte dans l'établissement des plafonds progressifs? Quelle méthode serait appropriée pour établir ces plafonds? Veuillez fournir le plus de détails possible.*
- Question 17 :** *Les plafonds des droits devraient-ils être levés lorsqu'un certain seuil est atteint? Veuillez fournir le plus de détails possible.*

Option 4 : Plafonnement des droits pour les données vendues par l'intermédiaire de l'ATI

Cette option plafonnerait les droits que les marchés facturent pour les données achetées à l'ATI. Les marchés seraient assujettis à un plafond, qui ne serait pas nécessairement le même pour tous (comme dans l'option 3). Ce modèle préserve le barème de droits transparent, mais plafonne les coûts qui pourraient être répercutés sur les abonnés. Le plafond serait fixé par les autorités de réglementation et prescrit par règlement. Les marchés seraient toujours libres d'établir une tarification pour les abonnés et les fournisseurs auxquels ils donnent un accès direct aux données, sous réserve du processus normal d'examen et d'approbation des droits. Cette option créerait une liste de données consolidée à moindre coût, accessible par l'intermédiaire de l'ATI. Comme un grand nombre d'utilisateurs n'ont pas besoin d'acheter les données directement aux marchés (par exemple

ceux qui ne sont pas sensibles à la latence), cette option pourrait répondre à leurs préoccupations. Ceux dont le modèle d'entreprise les oblige à acheter les données directement du marché ou de tiers fournisseurs ne verraient pas nécessairement d'avantage direct en termes de réduction de coûts, mais l'existence même d'une option à moindre coût pourrait imposer une certaine discipline aux marchés en ce qui a trait à la tarification des données en général.

Question 18 : *Cette option aurait-elle des conséquences non souhaitées sur le secteur, les marchés ou les sociétés? Ces conséquences se feraient-elles sentir de façon égale dans tout le secteur ou se répercuteraient-elles davantage sur des sociétés de certains types ou de certaines tailles?*

Question 19 : *Quelles sont les répercussions de l'option proposée sur les plans concurrentiel et commercial?*

Question 20 : *L'option proposée répondrait-elle efficacement aux questions de droits relatifs aux données de marché? Cette option serait-elle plus efficace si on y ajoutait une autre option? Dans l'affirmative, laquelle ou lesquelles?*

Question 21 : *Quels sont les facteurs qui pourraient être pris en compte dans la détermination des plafonds?*

Option 5 : Réglementation des droits relatifs aux données de marché consolidées facturés par l'ATI

Cette option est similaire à l'option 4, sauf qu'elle réglerait les droits directement facturés par l'ATI pour les données consolidées au lieu des droits exigés par les marchés. Contrairement à l'option 4, elle éliminerait le barème transparent, mais nécessiterait la création d'un barème de droits et de rémunération différent pour les droits relatifs aux données. Comme dans l'option 4, cependant, l'option 5 ne réglerait pas les droits à acquitter pour les données vendues directement par les marchés.

Dans cette option, ce ne sont pas les marchés mais l'ATI qui établirait les droits relatifs aux données consolidées, sous réserve de l'approbation de l'autorité de réglementation. Les droits pourraient être prescrits par règlement ou fixés de manière indépendante par l'ATI ou par entente entre les marchés, comme c'est le cas pour les données consolidées aux États-Unis. Les marchés se partageraient les produits des activités ordinaires réalisés par l'ATI d'après une répartition préétablie, au moyen d'une entente ou par règlement, ou selon les modalités approuvées par l'autorité de réglementation. Selon cette option, les marchés seraient libres d'établir une tarification pour les abonnés et les fournisseurs auxquels ils donnent un accès direct aux données, sous réserve du processus d'examen et d'approbation des droits.

Cette manière de procéder est similaire à celle adoptée aux États-Unis, où les produits des activités ordinaires tirés des données consolidées diffusées par les SIP sont répartis en fonction d'une formule établie.

L'option nécessite des modifications législatives à la compétence des autorités en valeurs mobilières pour leur permettre de réglementer précisément les activités de l'ATI et les droits facturés pour ses produits des activités ordinaires.

Question 22 : *Cette option aurait-elle des conséquences non souhaitées sur le secteur, les marchés ou les sociétés? Ces conséquences se feraient-elles sentir de façon égale dans tout le secteur ou se répercuteraient-elles davantage sur des sociétés de certains types ou de certaines tailles?*

Question 23 : *Quelles sont les répercussions de l'option proposée sur les plans concurrentiel et commercial?*

Question 24 : *L'option proposée répondrait-elle efficacement aux questions de droits relatifs aux données de marché? Cette option serait-elle plus efficace si on y ajoutait une autre option? Dans l'affirmative, laquelle ou lesquelles?*

Question 25 : *De quelle manière les droits devraient-ils être fixés et par qui?*

Option 6 : Plafonnement des droits relatifs aux données consolidées vendues à tous les fournisseurs de données et non seulement à l'ATI

Cette option est également semblable à l'option 5, mais au lieu de plafonner les droits que les marchés facturent lorsque leurs données sont achetées directement à l'ATI, elle plafonnerait ceux facturés pour les données consolidées achetées à l'ensemble des fournisseurs de données. Les marchés pourraient donc exiger les droits qu'ils jugent appropriés non seulement pour les données non consolidées qu'ils diffusent directement mais également pour celles diffusées par les fournisseurs de données. Cette option permettrait à tous les fournisseurs de données de diffuser les données consolidées aux participants aux marchés au même tarif que celui pratiqué par l'ATI, qui est plafonné et inférieur.

Question 26 : *Cette option aurait-elle des conséquences non souhaitées sur le secteur, les marchés ou les sociétés? Ces conséquences se feraient-elles sentir de façon égale dans tout le secteur ou se répercuteraient-elles davantage sur des sociétés de certains types ou de certaines tailles?*

Question 27 : *Quelles sont les comparaisons possibles avec l'option 4? Quels sont les coûts et avantages qui découleraient du fait d'offrir les données consolidées à des tarifs réglementés par l'intermédiaire de fournisseurs de données en concurrence plutôt que par l'intermédiaire d'une ATI réglementée unique?*

Question 28 : *Quels sont les avantages, s'il en est, que comporterait la possibilité de recevoir les données consolidées d'un certain nombre de fournisseurs de données?*

Question 29 : *De quelle manière les droits devraient-ils être établis et par qui?*

Question 30 : *Les fournisseurs de données qui diffusent des données globales selon ce modèle devraient-ils être assujettis à la réglementation des ACVM?*

Option 7 : Création d'un fournisseur de données exerçant ses activités selon le principe du recouvrement des coûts

Les questions soulevées sur les coûts des données de marché ont amené certains participants aux marchés à proposer la création d'un « service public » comme source de données de marché consolidées au Canada.

Le fournisseur de données autorisé pourrait être financé par les marchés ou les clients qui achètent des données, ou les deux, et exercerait ses activités selon le principe du recouvrement des coûts. Les produits des activités ordinaires éventuels tirés de la vente des données consolidées seraient répartis entre les participants du fournisseur en fonction d'un modèle de partage des produits des activités ordinaires convenu entre toutes les parties concernées. Le montant des produits reçu par chacun des participants serait proportionnel à leur contribution individuelle à la formation des cours et à la liquidité. Le fournisseur serait surveillé par l'autorité de réglementation, puisqu'il fournirait un service absolument essentiel aux marchés des capitaux.

Cette option est semblable à l'option 5, sauf qu'elle serait mise sur pied par le secteur au lieu d'être imposée par l'autorité de réglementation. Si un fournisseur public de données était créé, des modifications législatives et une révision des obligations de transparence seraient nécessaires.

Question 31 : *Cette option aurait-elle des conséquences non souhaitées sur le secteur, les marchés ou les sociétés? Ces conséquences se feraient-elles sentir de façon égale dans tout le secteur ou se répercuteraient-elles davantage sur des sociétés de certains types ou de certaines tailles?*

Question 32 : *Quelles sont les répercussions de l'option proposée sur les plans concurrentiel et commercial?*

Question 33 : *L'option proposée répondrait-elle efficacement aux questions liées aux droits relatifs aux données de marché? Cette option serait-elle plus efficace si on y ajoutait une autre option? Dans l'affirmative, laquelle ou lesquelles?*

Question 34 : *La création d'un fournisseur public est-elle suffisante, ou si ses tarifs devraient également être réglementés?*

Question 35 : *Les données que les marchés fourniraient au fournisseur public devraient-elles être assujetties à des restrictions (par exemple, être limitées aux données de base)?*

2. Option envisagées sur la question de la transparence des droits proposés et des modifications de barèmes de droits

Option 8 : Publication pour consultation des modifications aux droits relatifs aux données de marché et aux barèmes de droits

Cette option obligerait le marché à publier pour consultation toute modification de son barème de droits relatifs aux données de marché. Nous pourrions exiger qu'au moment du dépôt des modifications proposées auprès de l'autorité de réglementation aux fins d'approbation, les marchés publient également la raison d'être des modifications et une analyse des répercussions avant leur mise en œuvre. Cette obligation leur imposerait une certaine discipline puisqu'ils devraient justifier publiquement toute modification de droits ou de barèmes de droits.

Question 36 : *Cette option aurait-elle des conséquences non souhaitées sur le secteur, les marchés ou les sociétés?*

Question 37 : *Quelles sont les répercussions de l'option proposée sur les plans concurrentiel et commercial?*

Question 38 : *L'option proposée répondrait-elle efficacement aux questions liées aux droits relatifs aux données de marché? Cette option serait-elle plus efficace si on y ajoutait une autre option? Dans l'affirmative, laquelle ou lesquelles?*

Question 39 : *Est-il suffisant de connaître la raison d'être des modifications et de disposer de l'analyse des répercussions avant leur mise en œuvre pour évaluer si les droits proposés représentent une condition d'accès déraisonnable aux services de données des marchés? Dans la négative, quelles sont les autres obligations qui devraient être envisagées?*

VIII. CONSULTATION

Nous sollicitons des commentaires sur tous les points soulevés dans le présent document de consultation, notamment sur les options décrites, et des réponses aux questions précises qui y sont posées.

Vous êtes invités à présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 8 février 2013. Si vous les envoyez par courriel, veuillez les fournir dans un fichier électronique (format Microsoft Word pour Windows).

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

Alberta Securities Commission
 British Columbia Securities Commission
 Manitoba Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador
 Registraire des valeurs mobilières, ministère de la Justice, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
 Nova Scotia Securities Commission
 Registraire des valeurs mobilières, Bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, Nunavut
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Registrar of Securities, Prince Edward Island
 Saskatchewan Securities Commission
 Registraire des valeurs mobilières, Gouvernement Yukon

Veuillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

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

et

The Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 19th Floor, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : 416-5993-2318
 Courriel : comments@osc.gov.on.ca

Tous les commentaires reçus pendant la période de consultation seront rendus publics. 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. Nous afficherons tous les commentaires sur le site Web de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, à l'adresse www.osc.gov.on.ca, par souci de transparence du processus réglementaire.

Questions

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

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358

Alina Bazavan
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8082

Myha Truong
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8157

Tracey Stern
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8167

Paul Redman
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-2396

Michael Brady
British Columbia Securities Commission
604-899-6561

Doug Mackay
British Columbia Securities Commission
604-899-6609

Bonnie Kuhn
Alberta Securities Commission
403-355-3890

Mark Wang
British Columbia Securities Commission
604-899-6658

Annexe A

Méthode de calcul des droits relatifs aux DTR et aux DPR de chaque marché transparent canadien en 2011

A. Calcul des droits relatifs pour tous les marchés

Les droits appliqués par chaque marché ont été divisés par son activité de négociation, mesurée en volume, en valeur et en nombre d'opérations. Le résultat obtenu a été pondéré par un multiplicateur approprié, soit un million d'actions négociées, 100 millions de dollars en valeur des opérations, et 10 000 opérations. L'exemple ci-dessous illustre la méthode de calcul pour chaque mesure de l'activité de négociation.

(droits du marché + volume mensuel moyen en 2011) × 1 000 000

(droits du marché + valeur mensuelle moyenne des opérations en 2011) × 100 000 000 \$

(droits du marché + nombre mensuel moyen d'opérations en 2011) × 10 000

Les données sur l'activité de négociation ont été fournies par l'OCRCVM et l'Equity Share Reporter de Thomson Reuters.

B. Calcul des droits relatifs aux DTR

Pour les DTR, nous avons utilisé les droits figurant au barème, sauf dans le cas de la Bourse de Toronto et du CNSX. Puisque la Bourse de Toronto a modifié ses droits relatifs aux DTR en octobre 2011, nous avons pondéré ces droits pour en tenir compte. Le CNSX regroupe ses DTR et DPR en un seul produit et applique un droit unique pour accéder aux deux niveaux de données. Nous avons utilisé ce droit unique dans notre analyse.

C. Calcul des droits relatifs aux DPR**Bourse de Toronto**

Les utilisateurs doivent acheter les DTR pour acheter les DPR. Pour exprimer le coût d'achat véritable des DPR, nous avons totalisé les droits s'y rapportant en additionnant les droits relatifs aux DTR et aux DPR. Les droits relatifs aux DTR ont été pondérés pour prendre en compte la modification tarifaire effectuée en octobre 2011.

Bourse de croissance TSX

Les utilisateurs doivent acheter les DTR pour acheter les DPR. Pour exprimer le coût d'achat véritable des DPR, nous avons totalisé les droits s'y rapportant en additionnant les droits relatifs aux DTR et aux DPR.

TMX Select

En 2011, TMX Select n'a pas exigé de droits pour accéder à ses données de marché. Nous avons utilisé la valeur 0 \$ dans notre analyse. Étant donné cette valeur nulle, nous avons omis TMX Select de la présentation de notre analyse lorsque cela était pertinent.

Alpha

Les DTR sont gratuites à l'achat des DPR. Nous avons utilisé dans notre analyse les droits relatifs aux DPR affichés au barème.

CNSX

Les DTR et les DPR sont regroupées en un seul produit et un droit unique est appliqué pour accéder aux deux niveaux de données. Nous avons utilisé dans notre analyse le même droit pour les DTR et les DPR. Le CNSX utilise un barème suggéré. Nous avons retenu le prix médian entre le prix de revente suggéré et le montant que le redistributeur doit remettre au CNSX. Cette méthode évite la surreprésentation ou la sous-représentation des droits qui se produirait si le prix le plus haut ou le plus bas était utilisé.

Pure

Les DTR sont gratuites à l'achat des DPR. Nous avons utilisé dans notre analyse les droits relatifs aux DPR affichés au barème. Pure utilise un barème suggéré. Nous avons retenu le prix médian entre le prix de revente suggéré et le montant que le redistributeur doit remettre à Pure. Cette méthode évite la surreprésentation ou la sous-représentation des droits qui se produirait si le prix le plus haut ou le plus bas était utilisé.

Omega

Omega applique actuellement un congé de droits relatifs aux DPR. Pour accéder aux DPR, les utilisateurs doivent acheter les DTR. Le prix des DPR utilisé dans nos tableaux est 0 \$. Toutefois, nous avons employé les droits relatifs aux DTR dans notre analyse pour rendre compte du coût réel des DPR.

Chi-X

Les DTR sont gratuites à l'achat des DPR. Nous avons utilisé dans notre analyse les droits relatifs aux DPR affichés au barème.

Annexe B

Synthèse des droits absolus et relatifs par activité de négociation en 2011

Moyenne mensuelle en 2011	Bourse de Toronto	Bourse de croissance TSX	TMX Select	CNSX	Alpha (Bourse de Toronto)	Alpha (Bourse de croissance TSX)	Chi-X	Omega	Pure
Volume (en milliards)	8,6	5,4	0,2	0,1	4,2	1,1	1,3	0,4	0,7
Valeur (en milliards de dollars)	123,3	3,5	1,9	0,0	34,6	0,7	20,0	4,2	6,3
Nombre d'opérations (en millions)	17,5	1,1	0,4	0,0	6,0	0,4	5,7	0,7	1,2
Professionnels – DTR									
<i>Droits mensuels par abonné</i>	38 \$/32 \$	25,00 \$	0,00 \$	9,00 \$	15,00 \$	7,50 \$	12,00 \$	2,85 \$	11,00 \$
Par million d'actions négociées	0,004 \$	0,005 \$	0,000 \$	0,126 \$	0,005 \$	0,007 \$	0,009 \$	0,007 \$	0,015 \$
Pour 100 000 000 \$ en valeur totale des opérations	0,030 \$	0,708 \$	0,000 \$	59,706 \$	0,043 \$	1,075 \$	0,060 \$	0,068 \$	0,175 \$
Par tranche de 10 000 opérations	0,021 \$	0,225 \$	0,000 \$	23,884 \$	0,025 \$	0,201 \$	0,021 \$	0,040 \$	0,094 \$
Professionnels – DPR									
<i>Droits mensuels par abonné</i>	88 \$/82 \$	51,00 \$	0,00 \$	9,00 \$	48,00 \$	24,50 \$	30,00 \$	0,00 \$	16,50 \$
Par million d'actions négociées	0,010 \$	0,009 \$	0,000 \$	0,126 \$	0,015 \$	0,023 \$	0,023 \$	0,007 \$	0,022 \$
Pour 100 000 000 \$ en valeur totale des opérations	0,064 \$	1,263 \$	0,000 \$	59,706 \$	0,139 \$	3,513 \$	0,150 \$	0,068 \$	0,262 \$
Par tranche de 10 000 opérations	0,045 \$	0,404 \$	0,000 \$	23,884 \$	0,080 \$	0,658 \$	0,052 \$	0,040 \$	0,141 \$

Note : Le calcul des droits de la Bourse de Toronto tient compte de la modification tarifaire effectuée en octobre 2011. L'Annexe A explique en détail la façon dont les droits affichés au barème et les droits réellement appliqués pour les DPR ont été fixés pour chaque marché.

Sources : Rapport de l'OCRCVM sur la part du marché par bourse ou marché, information fournie par les marchés, sites Web des marchés, calculs de la CVMO.

Annexe C

Structure de marché et réglementation des données de marché aux États-Unis

a. Structure de marché

En 1999, la SEC a adopté la *Regulation ATS* en vue d'encadrer l'activité des SNP. Aux États-Unis, la *Regulation ATS*, prise en vertu du *Securities Exchange Act of 1934* (la « Loi de 1934 »), impose des obligations aux marchés, notamment en matière d'accès équitable et de transparence⁶⁰, mais qui s'appliquent seulement lorsque le SNP atteint un certain seuil de part de marché. Comme au Canada, les marchés offrent des installations opaques et transparentes. Les SNP ont très bien réussi à prendre des parts de marché aux bourses.

b. Régime encadrant la disponibilité des données de marché

Aux États-Unis, les règles régissant les bourses sont essentiellement prévues par la Loi de 1934 et les règlements connexes de la SEC, et celles encadrant les SNP, dans la *Regulation ATS* de la SEC.

S'agissant des bourses, il existe un modèle de données consolidées depuis un certain temps. En 1975, le Congrès américain a modifié la Loi de 1934 pour permettre la création d'un « national market system » (« NMS ») pour les valeurs mobilières, en vue de stimuler la concurrence entre les titres cotés tout en maintenant la stabilité et le bon fonctionnement des marchés et en centralisant l'accès aux intérêts acheteurs et vendeurs afin qu'il soit possible pour chaque investisseur d'obtenir la meilleure exécution de son ordre, quel que soit le lieu où celui-ci est saisi. Les systèmes de communication des données de marché étaient le pilier de ce système, du fait que l'affichage consolidé des cours acheteurs et vendeurs permettrait de déterminer le meilleurs cours. Laissant toute la marge de manœuvre possible, le Congrès n'a pas prescrit le fonctionnement du NMS, mais a plutôt permis à la SEC et au secteur des valeurs mobilières d'en régler les détails.

La SEC a ensuite pris une série de règlements exigeant l'affichage des cours acheteurs et vendeurs et de la dernière vente des titres du NMS (tous les titres dont les relevés d'opérations sont recueillis, traités et rendus disponibles par un National Market System Plan (« Plan ») approuvé par la SEC). Les règlements de la SEC prévoient que les bourses doivent mettre leurs données à la disposition d'agences de traitement de l'information selon des modalités justes et raisonnables, et les obligent conjointement à assurer la disponibilité de l'information consolidée par l'entremise des Plans de la CTA.

Les bourses et les SNP qui sont tenus ou choisissent d'afficher l'information sur les ordres passés sur les titres du NMS transmettent les détails de leurs meilleurs cours acheteur et vendeur et de la taille totale sur les cours acheteur et vendeur à l'un des deux SIP, lequel consolide les données afin de les acheminer aux fournisseurs et aux utilisateurs finaux. Dans le cadre des Plans, l'information sur les opérations est fournie sur un système de télécriteur consolidé, et celle sur les meilleurs cours acheteur et vendeur sur un système de cotation consolidée (les « télécriteurs consolidés »). Les Plans régissent également les droits exigés pour les données de marché et le partage des produits des activités ordinaires générés par les droits entre les marchés participants.

Deux SIP vendent les données sur les titres de capitaux propres aux États-Unis. Le Network A de la CTA traite les données fournies par tous les marchés à l'égard des titres cotés sur le New York Stock Exchange. Le Network B de la CTA fait de même pour les titres cotés sur le NYSE MKT et sur les bourses régionales répondant aux normes d'inscription du NYSE MKT. Le NASDAQ UTP Plan traite les données relatives aux titres cotés sur le NASDAQ. Le Network A est administré par le NYSE, le Network B par le NYSE MKT, et le NASDAQ UTP par le NASDAQ.

c. Obligations de dépôt des marchés

Les bourses souhaitant s'inscrire comme « national securities exchange » en vertu de la Loi de 1934 doivent déposer un Form 1 auprès de la SEC. Le Form 1 prévoit que les bourses candidates doivent rendre publics les droits exigés. Les SNP souhaitant lancer leurs activités doivent déposer un Form ATS, qui ne prévoit pas la publication des droits.

Selon le paragraphe 19(b) de la Loi de 1934, les bourses sont tenues de déposer leurs modifications de règles auprès de la SEC pour approbation. Bien que la définition des « règles » ne mentionne pas précisément les droits, la disposition 19(b)(3)(A) de cette loi prévoit que les modifications de règles « [Traduction] établissant ou modifiant des droits, des frais ou tout autre prix imposés par [la bourse] à une personne, qu'elle soit membre de [la bourse] ou non » s'appliquent dès leur dépôt auprès de la SEC.

Les droits sont publiés pour notification et consultation, mais peuvent être mis en application dès le dépôt. La SEC peut suspendre une modification de droits en tout temps dans les 60 jours suivant son dépôt si elle l'estime nécessaire ou pertinent pour l'intérêt public, la protection des investisseurs ou toute autre application de la Loi de 1934, jusqu'à l'audience où il sera décidé d'approuver ou de rejeter la modification.

⁶⁰ En ce qui a trait à l'affichage de l'information sur les ordres, les SNP américains ne sont pas tenus d'afficher le détail des ordres avant d'avoir atteint au moins 5 % du volume quotidien moyen des opérations durant quatre des six mois précédents. Un seuil analogue s'applique à l'obligation de fournir un accès équitable au marché.

d. Régime de protection des ordres

Comme au Canada, la Rule 611 de la SEC oblige les marchés à appliquer des politiques et des procédures raisonnables visant à empêcher les transactions hors cours. Ce règlement prévoit également une dispense si le courtier passant l'ordre utilise un ordre à traitement imposé, que le règlement de SEC appelle « inter-market sweep order » (« ordre de balayage intermarchés »).

Le régime américain se différencie du régime canadien en qu'il ne porte que sur la tête du registre de chaque marché, alors que le régime canadien s'applique aux transactions hors cours de tous les niveaux de cours.

e. Meilleure exécution

La SEC n'a pas défini la meilleure exécution, de sorte que c'est le droit des mandataires en common law qui s'applique aux courtiers. La SEC a pris des règlements visant à aider les clients à évaluer s'ils ont obtenu la meilleure exécution. Les marchés sont tenus de rendre publiques une fois par mois des statistiques détaillées sur l'exécution des ordres. Pour leur part, les courtiers sont tenus de rendre publiques une fois par trimestre leurs pratiques en matière d'acheminement d'ordres. L'objet des deux règlements est d'assurer au client l'information nécessaire pour déterminer si son courtier achemine les ordres au marché procurant la meilleure exécution d'après les facteurs important pour lui (par exemple, la rapidité d'exécution ou l'exécution à un cours meilleur que le cours acheteur ou vendeur affiché).

Annexe D

Méthode de calcul des droits consolidés au Canada et aux États-Unis

Canada

Le calcul des droits consolidés au Canada englobe tous les marchés transparents. Il tient compte de la modification tarifaire effectuée par la Bourse de Toronto en octobre 2011.

Les droits relatifs aux données de tête du registre et de profondeur du registre ont été calculés comme suit :

1. en additionnant les droits appliqués par tous les marchés transparents de janvier à septembre 2011 et en multipliant la somme par 9 mois;
2. en additionnant les droits appliqués par tous les marchés transparents d'octobre à décembre 2011 et en multipliant la somme par 3 mois;
3. en additionnant le résultat des calculs 1 et 2 et en divisant la somme par 12 mois pour obtenir la moyenne des droits mensuels en 2011.

Nous avons calculé les droits d'après les moyennes mensuelles pondérées de l'activité de négociation (c'est-à-dire le nombre d'opérations, la valeur des opérations, et le volume), puisqu'une moyenne simple aurait conduit à sous-estimer ces mesures de l'activité de négociation et à surestimer les droits relatifs de chaque marché.

États-Unis

Les droits consolidés aux États-Unis concernent les données du Network A, du Network B (dernière vente et écart acheteur-vendeur) et du NASDAQ UTP.

À des fins de comparaison, nous avons calculé les droits relatifs aux DPR aux États-Unis. Ces droits ont été calculés pour tous les membres de la CTA aux États-Unis d'après le coût des produits de DPR suivants : NYSE ArcaBook, NYSE OpenBook, NYSE MKT OpenBook, NASDAQ TotalView (pour les titres cotés sur le NASDAQ), NASDAQ BX TotalView et NASDAQ PSX Total View. Les droits du NYSE sont ceux qui s'appliquent à un seul utilisateur parce que ces droits rendent mieux compte du coût différentiel pour chaque nouveau participant au marché.

Nous avons utilisé un taux de change de 0,9971 CAD pour 1 USD, soit le taux en vigueur le 1^{er} février 2012.

Annexe E

Synthèse des droits consolidés absolus et relatifs par activité de négociation au Canada et aux États-Unis en 2011

	Marchés canadiens consolidés	Marchés américains consolidés
<i>Professionnels – DTR – Droits mensuels</i>	118,85 \$	173,99 \$
Par tranche de 10 000 opérations	0,1026 \$	0,0081 \$
Pour 100 000 000 \$ d'opérations	0,1365 \$	0,0184 \$
Pour 1 million d'actions	0,0201 \$	0,0027 \$
<i>Professionnels – DPR – Droits mensuels</i>	268,35 \$	285,17 \$
Par tranche de 10 000 opérations	0,2317 \$	0,0132 \$
Pour 100 000 000 \$ d'opérations	0,3082 \$	0,0137 \$
Pour 1 million d'actions	0,0454 \$	0,0044 \$

Note : Droits consolidés au Canada calculés pour tous les marchés transparents. Les droits calculés tiennent compte de la modification tarifaire appliquée par la Bourse de Toronto en 2011. Les droits consolidés aux États-Unis sont ceux du Network A, du Network B (dernière vente et écart acheteur-vendeur) et du NASDAQ UTP. Les droits relatifs aux DPR ont été calculés à l'égard des bourses qui exigent des droits pour leurs produits de DPR. Les produits entrant dans notre calcul sont les suivants : NYSE ArcaBook, NYSE OpenBook, NYSE MKT OpenBook, NASDAQ TotalView, NASDAQ BX TotalView (pour les titres cotés sur le NASDAQ) et NASDAQ PSX Total View. Le calcul est effectué d'après les moyennes mensuelles pondérées. Taux de change de 0,9971 CAD pour 1 USD au 1^{er} février 2012.

Sources: Rapport de l'OCRCVM sur la part du marché par bourse ou marché, World Federation of Exchange, information fournie par les marchés, sites Web des marchés, calculs de la CVMO.

Annexe F

Structure de marché et réglementation des données de marché dans l'Union européenne

a. Structure de marché

Jusqu'en 2007, les bourses européennes traditionnelles (appelées « marchés réglementés » dans la Directive MiF) contrôlaient l'activité de négociation sur les titres inscrits à leur cote. Pour suivre l'évolution de la technologie et stimuler la concurrence dans la prestation de services aux investisseurs et entre lieux de négociation, l'Union européenne a adopté la Directive concernant les marchés d'instruments financiers (« Directive MiF »), entrée en application dans tous les États membres de l'Union européenne en novembre 2007. Le nouveau dispositif a ouvert les marchés traditionnels à la concurrence d'autres types de lieux de négociation, les plus importants étant les systèmes multilatéraux de négociation (« SMN »), semblables aux SNP, aux internalisateurs systématiques et aux « crossing networks » (systèmes d'application interne des ordres).

La Directive MiF repose sur trois piliers : l'accès au marché, la transparence et la meilleure exécution. Elle a aboli l'option de la disposition dite de « concentration », qui imposait l'exécution des ordres individuels sur les bourses traditionnelles. Désormais, les marchés réglementés (c'est-à-dire les bourses traditionnelles), les SMN et les sociétés d'investissement peuvent offrir des services transfrontaliers. Les SMN ont gagné une part considérable du volume des opérations au détriment des bourses réglementées.

b. Régime encadrant la disponibilité des données de marché

Les obligations de transparence exigent des marchés réglementés et des SMN qu'ils publient l'information de leur registre d'ordres et les exécutions en temps opportun.

c. Régime de protection des ordres

La Directive MiF n'interdit pas les transactions hors cours. En outre, la réglementation européenne n'institue pas de consolideur de données unique⁶¹ chargé de fournir aux investisseurs une information de marché consolidée et exhaustive.

d. Meilleure exécution

Les obligations de meilleure exécution dans l'Union européenne sont proches de celles qui s'appliquent au Canada et aux États-Unis. Selon la Directive MiF, la meilleure exécution dépend de facteurs comme le coût, la rapidité, la probabilité de l'exécution et du règlement, et la taille de l'ordre. Les intermédiaires (par exemple, les sociétés d'investissement, les courtiers et les prestataires de services d'investissement) qui exécutent les ordres pour leurs clients doivent établir une politique de meilleure exécution et leurs politiques et procédures en la matière doivent faire l'objet d'une révision au moins annuelle. Cependant, en Europe, l'application de la meilleure exécution dans un contexte de marchés multiples diffère en ce que le courtier peut passer outre les meilleurs cours sur un marché non réglementé s'il le déclare à ses clients.

⁶¹ Les modifications proposées à la Directive MiF (la Directive MiF II) visent la création d'un télésystème consolidé après opérations de manière à procurer des données de marché consolidées aux investisseurs.

Annexe G

Structure de marché à Hong Kong et au Brésil

Hong Kong

Les marchés des capitaux de Hong Kong sont réglementés par la Securities and Futures Commission (« SFC »), organisme créé en 1989 en vue de réglementer le marché des valeurs mobilières et des contrats à terme standardisés de Hong Kong. Les pouvoirs de la SFC lui sont dévolus en vertu de la *Securities and Futures Ordinance* (la « SFO », mise en œuvre en avril 2003) et de certains textes législatifs accessoires. Selon la SFO, le Hong Kong Exchange (HKEX) est le seul « recognized exchange controller » (contrôleur reconnu de bourse) de Hong Kong, et il possède et exploite la seule bourse de titres de capitaux propres et de contrats à terme du territoire et ses chambres de compensation connexes. Seuls les titres cotés à l'étranger peuvent faire l'objet d'opérations effectuées au moyen d'« automated trading services » (services automatisés de négociation). Ces opérations représentent moins de 3 %⁶² du volume d'opérations à Hong Kong.

La SFC réglemente les droits exigés par l'exploitant de la bourse⁶³. Elle fonde sa décision de les approuver ou non sur le niveau de concurrence sur le marché intérieur (le cas échéant) pour l'objet des droits imposés, de même que sur le niveau des droits (le cas échéant) exigés par une entité analogue pour un objet identique ou similaire à celui des droits.

Brésil

La réglementation et la surveillance des marchés des capitaux et des systèmes financiers brésiliens sont assurés par le Conseil monétaire, la Banque centrale et la Commission des valeurs mobilières (« CVM »).

Créée en vertu de la Loi n° 6,385 de décembre 1976, la CVM a compétence nationale sur les marchés des valeurs mobilières. Soumise à la surveillance de la CVM, la BM&FBOVESPA est née en 2008 de l'intégration de la Bourse de São Paulo et de la Bourse brésilienne de marchandises et de contrats à terme. Elle est la seule bourse de valeurs mobilières, de marchandises et de contrats à terme au Brésil. Les actions de sociétés cotées sur la BM&FBOVESPA ne peuvent être négociées simultanément sur le marché de gré à gré du pays. La BM&FBOVESPA diffuse toutes les données sur les opérations (avant et après opérations) en temps réel. Le registre d'ordres est organisé et exécuté selon la priorité meilleurs cours-temps. Les données de marché relatives à ces opérations sont transmises aux fournisseurs de données par l'entremise de la liste de données de marché de la BM&FBOVESPA.

⁶² Source : Celent, *Evolution of ATS, PTS and Crossing Networks Market Share in the Asia-Pacific Region*.

⁶³ SFO, Cap 571, s.76, *Fees to be approved by the Commission*.

Annexe H**Bibliographie**

ANDERSON, David. *Exchange Data*, ScreenMarkets, 2007.

BAKOS, Y. et E. BRYNJOLFSSON. « Bundling Information Goods: Pricing, Profits and Efficiency », *Management Science*, décembre 1999.

BOULATOV, Alex et Martin DIERKER. « Pricing Prices », European Finance Association, 34th Annual Meeting, août 2007.

BROWN-HRUSKA, Sharon et Jerry ELLIG. « Financial Markets as Information Monopolies? », *Regulation*, Vol. 23, No. 3, 2000.

COMITÉ EUROPÉEN DES RÉGULATEURS DE MARCHÉS DE VALEURS MOBILIÈRES. *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, juin 2009.

EMMONS, Willis. *Note on Pricing and Public Policy*, Harvard Business School Publishing, décembre 1993.

GROUPE D'EXPERTS DES MARCHÉS EUROPÉENS DES VALEURS MOBILIÈRES. *Fact finding regarding the availability of post-trade data in equities in the EU*, mars 2009.

HITT, Lorin M. et Pei-Yu CHEN. « Bundling with Customer Self-Selection: A Simple Approach to Bundling Low Marginal Cost Goods », *Management Science*, 51.10 (2005), 1481-1493.

Market Data Budgets, webémission du Inside Market Data Magazine, décembre 2011.

ROWADY, E. Paul. *Real-Time Market Data: Circus of the Absurd*, Tabb Group, janvier 2012.

SECURITIES LITIGATION CONSULTING GROUP. *An Economic Study of Securities Market Data Pricing by Canadian Trading Venues*, juin 2011.

SECURITIES LITIGATION CONSULTING GROUP. *An Economic Study of Securities Market Data Pricing by the Exchanges*, juillet 2008.

US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Regulation of Market Information Fees and Revenues*, décembre 1999.

**CSA Staff Consultation Paper 21-401
Real-Time Market Data Fees**

Executive Summary

Real-time market data is an important input into trading decisions in Canada's equity markets and fair access to data is critical in a competitive environment. However, the costs of acquiring real-time market data have been escalating in recent years due to an increasing number of marketplaces entering the market and charging for their market data. In addition, there is a concern that the current market structure and regulatory environment may be contributing to these increasing costs. Too high or excessive costs are a form of friction in the market. We would be concerned that such an outcome would be inconsistent with our mandate to foster fair and efficient capital markets. By not addressing these issues, we risk negatively impacting confidence in the Canadian capital markets.

This Consultation Paper presents our understanding of the real-time market data environment in Canada, discusses issues related to the cost of real-time market data and seeks stakeholder input on options proposed to address these issues.

Our review of real-time market data fees has led us to consider whether further steps should be taken to address the fees charged for market data on an individual marketplace and aggregate basis. This is based on the following findings:

- TSX and TSXV market data fees do not appear unreasonable in relation to their share of trading activity;
- Marketplaces with a smaller market share are charging fees that are high in relation to their share of trading activity; while we have not been provided with cost information, it is possible that the higher "per-volume" fees charged by smaller marketplaces may reflect the fact that these marketplaces' cost of providing data for each user may be higher. Smaller marketplaces may have similar infrastructure costs as large marketplaces and the higher "per-volume" fees may reflect the fact that they need to recover those costs; and
- The cost of consolidated data in Canada is higher than it is in the United States relative to trading activity. We acknowledge the view held by marketplace participants in Canada that the data fees charged by Canadian and U.S. marketplaces should ideally be closer. However, differences in the regulatory environment, industry structure, scale and size of the two markets may explain the cost differential and arguably make such an outcome unrealistic.

This paper identifies a number of options to address potential concerns regarding market data fees going forward. These include greater transparency of fee changes, capping fees and the potential creation of a utility model distributor to provide consolidated data.

We are seeking comments on each of these options proposed in Part VII of this Consultation Paper. We are not advocating or taking a position on any of the options presented for discussion. Any regulatory proposals resulting from this Consultation Paper will be published for comment in the normal course.

I. INTRODUCTION

Real-time market data plays a key role in today's equity markets as it provides vital information about the market for securities, including information relating to prices, liquidity and trading activity. The equity markets have evolved over time, from a structure in which trading in a particular security was concentrated on a single listing exchange to one in which multiple marketplaces compete for trading in the same securities. This has meant that having access to real-time data from multiple marketplaces is a necessity to both trade effectively and service clients appropriately.

Regulators in countries with multiple, competing marketplaces have struggled to address issues related to fair access to real-time market data, fair fees for data and transparency of these fees to data consumers and their clients. These issues are relevant to the objectives of securities regulators, namely fostering fair and efficient capital markets and confidence in those markets.

Like many other jurisdictions, equity trading in Canada has become more competitive as the number of marketplaces (exchanges and alternative trading systems (ATs)) has increased over the past few years. As a result, issues associated with market data fees have become apparent.

CSA Staff (we) acknowledged early on that access to real-time consolidated information from all marketplaces is critical in our competitive trading environment. To this end, we required marketplaces to provide order and trade information to an Information Processor (IP) in real time, which is then required to consolidate and disseminate this information. Each marketplace charges a fee for its data and when that data is sold through the IP, these fees are passed through to subscribers.

While the existence of the IP makes it simpler to access data and consolidated information from multiple marketplaces, the IP's pass-through fee model¹ means that market participants must still pay the full fee charged by each individual marketplace. This

¹ The IP charges its customers an administration fee and each marketplace charges its regular subscriber fee for the data included in the IP's feeds.

is also true for data and consolidated information purchased through a third-party data vendor. As the number of marketplaces increases, so do the costs of accessing real-time data either directly or through third-party data vendors, including the IP.

We are aware that concerns have been raised about market data fees. We note that in 2009, the CSA indicated its intention to review these fees.² To facilitate our review, we obtained information on fees and talked to marketplace participants about their market data fee issues. This consultation paper (Consultation Paper) presents the issues we have identified and those raised by marketplace participants and outlines our analysis of those issues. In addition, this Consultation Paper seeks feedback from stakeholders on the potential options that could be pursued to manage these issues. We also describe the interim steps we have taken to address market data fee issues described in detail in Part VI – Regulatory Actions Taken to Date.

We emphasize that this Consultation Paper is not a position paper. We are not advocating or taking a position on any of the options presented for discussion. We are interested in hearing industry feedback on the feasibility and effectiveness of the proposed options. Any regulatory proposals would be published for comment.

II. THE PURPOSE, SCOPE AND STRUCTURE OF THE CONSULTATION PAPER

The purpose of this Consultation Paper is to present our understanding of the real-time market data environment in Canada, to discuss issues related to the cost of real-time market data and to seek stakeholder input on the options proposed to address these issues. This Consultation Paper does not address issues related to fees charged for access, trading, routing or co-location fees. The paper also does not address any potential issues associated with differences in how real-time market data is distributed³ by the various marketplaces.

This Consultation Paper is focused on data fees charged to professional users. We did review and analyze the fees charged to non-professional users by marketplaces in Canada. However, since their needs and uses of market data are significantly different,⁴ we felt that we would be unable to adequately address concerns raised by both types of market data users within one paper. We will examine issues relating to market data fees for non-professional users at a later date.

This paper is organized as follows:

- Part III: Real-Time Market Data Environment
- Part IV: Issues Relating to the Cost of Real-time Market Data
- Part V: Analysis of Market Data Fees
- Part VI: Regulatory Actions Taken to Date
- Part VII: Options to Address Market Data Fee Issues
- Part VIII: Request for Comments

This Consultation Paper also contains a number of appendices that provide additional information on the content of the paper and our review of market data fees.

III. REAL-TIME MARKET DATA ENVIRONMENT

Real-time market data plays a key role in the price discovery process and provides vital information on the trading activity on a marketplace. Canada's multiple marketplace structure and the regulatory framework governing it means that fair access to real-time market data has become both a business and regulatory compliance necessity.

This part of the Consultation Paper sets out our definition of real-time market data, provides an overview of the parties that produce, sell, distribute and buy market data, the types of market data available to buyers and the pricing of those products. It also describes the current regulatory environment in Canada as it pertains to the dissemination and use of real-time market data.

² CSA Staff Notice 21-309, Subsection 4.c.

³ The distribution of data is subject to the fair access requirements in sections 7.1 and 7.2 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101). In addition, in complying with sections 7.1 and 7.2 of Regulation 21-101, a marketplace should not make any real-time market data available on a more timely basis than it makes the same data available to the IP or an information vendor.

⁴ Currently, only a small percentage of retail investors are active traders. According to Investor Economics, 76.2% of retail accounts never carry out a single trade in a quarter. Additionally, only 1.6% of retail brokerage accounts carry out more than 30 trades per quarter. Non-professional users do not pay directly for data, and the type of data they receive depends on their trading activity. For example, we understand that the typical retail client is offered the ability to request individual quotes, which are paid for by the dealer on a per-quote basis. Retail clients that trade frequently may have access to trading tools that incorporate real-time streaming data, which might be provided for a fee or at no additional charge if certain trading thresholds are met.

1. Definition of Real-time Market Data

Real-time market data consists of pre- and post-trade data that is distributed immediately after an order has been entered, amended or cancelled or a trade has been executed. It is used by marketplace participants to make trading and order routing decisions. Pre-trade data provides details of orders entered on a marketplace and identifies the price and volume associated with each order. Post-trade data provides details of executed trades in a security. Throughout this Consultation Paper, all references to market data refer to real-time market data unless noted otherwise.

2. Producers of Market Data

Marketplaces are the sole producers of market data for their own markets. The data consists of order information sent by marketplace participants to marketplaces as well as information about trades that occur when those orders are executed on the marketplace. Because each marketplace is the only source of order and trade information sent to and transacted on its facility, each controls the production and initial distribution of its own market data.

3. Sellers of Market Data

Market data is sold to marketplace participants and other entities directly by the marketplaces and through third-party vendors, including the IP.

Data purchased from a third-party vendor rather than directly from a marketplace provides a single point of access to data from multiple marketplaces. In addition, third-party vendors often provide analytical tools that are a value added to their customers. However, data bought through a third-party vendor will typically have additional latency compared to direct feeds from marketplaces.

Marketplace participants who buy their data directly from marketplaces are usually highly latency sensitive, not only for their own trading, but also because they often offer specific services to their customers that require low-latency data, such as smart order routers⁵ (SOR) and direct electronic access⁶ (DEA). Generally, receiving low-latency data directly from marketplaces is more costly due to the need to establish dedicated, high-speed telecommunication connections to each marketplace.

Canadian market data can also be purchased from the IP.⁷ The IP supplies both individual feeds from each marketplace and consolidated order and trade data from all marketplaces through a single point of access.

4. Buyers of Market Data and the Use of Data

A variety of market participants purchase real-time market data. The largest group of customers are dealers, who buy the data for use in their systems and for use by their employees and clients (such as high frequency traders or DEA clients). The most important use of real-time data from a dealer's perspective is to inform trading and order routing decisions for the firm's proprietary and agency trading. Dealers also purchase data for regulatory compliance - such as the Order Protection Rule (OPR) and best execution requirements - and risk management, but on a limited basis since only a small portion of these activities require access to real-time data from all marketplaces.

Another group of customers are institutional investors, such as pension funds. Institutional clients' cost of market data is often absorbed by the dealers as part of soft-dollar agreements; however, there are institutional clients who buy their own real-time feeds to use in proprietary trading algorithms, for trading as DEA clients and for compliance and risk management purposes.

Third-party vendors also purchase real-time data directly from marketplaces. They mostly re-distribute this data to their clients in real-time, but also use it for other purposes (e.g., to create reference databases) as a value added service offered for their clients.

Deciding where to purchase real-time data depends on several factors, some of which are directly related to the marketplace participant's activities, while others are related to the regulatory environment. For example, as discussed above, dealers engaged in trading strategies that are highly latency sensitive will purchase data directly from the marketplaces and do their own consolidation of data, while dealers and other marketplace participants that are less driven by execution speed will generally

⁵ An SOR is a technological tool that scans multiple marketplaces for the best displayed price and routes orders to that marketplace for execution. This helps traders comply with OPR and achieve better-priced executions, as well as save time and effort trying to manually locate the most appropriate execution venue.

⁶ In proposed Regulation 23-103, direct electronic access is proposed to mean the access provided by a person to a client that permits the client to electronically transmit an order relating to a security to a marketplace, using the person's marketplace participant identifier, (a) through the person's systems for automatic onward transmission to a marketplace; or (b) directly to the marketplace without being electronically transmitted through the person's systems.

⁷ Marketplaces are required under Regulation 21-101 to provide accurate and timely order and trade information to an information processor, as required by the information processor. Policy Statement to Regulation 21-101(Policy Statement 21-101) interprets requirements regarding the timeliness as including that a marketplace should not make the required order and trade information available to any other person on a more timely basis than it makes that information available to the information processor or information vendor.

purchase their data through third-party vendors or from the IP. Marketplace participants often purchase data from a variety of sources, both as a back-up in case of a system failure and as a means of verifying their own in-house consolidated feed to ensure data integrity.

5. Pricing of Market Data

With one exception,⁸ all marketplaces charge market data fees. One marketplace charges different fees for TSX- and TSXV-listed securities that are traded on its facilities.⁹ Other marketplaces charge a single fee for both sets of data.¹⁰ Marketplaces generally charge a prescribed fee for each "use" of their data. While each marketplace has its own definition of a "single use" of data, typically it will include a data feed to a single screen or to a trading algorithm or SOR. Some marketplaces charge different fees based on the type of use, with non-professional users typically charged a lower fee per use than professional users. In addition, prior to July 2012, one marketplace offered enterprise agreements to large data consumers. This type of agreement allowed these users to receive discounts on market data fees when compared with the fees calculated on a per user basis.

Market data fees per user are set based on a number of factors, including: the amount of data, the type of user and the intended use of the data.

- Amount of data - Marketplaces generally offer at least two levels of data – top-of-book and depth-of-book. Top-of-book data (TOB) consists of information on the last sale of a security, the best bid and offer, and the aggregate volume available for purchase and sale at those prices. Depth-of-book data (DOB) consists of information on all visible orders in the marketplace (price and volume) and all trades. DOB data is usually more expensive than TOB data, but some marketplaces offer both TOB and DOB data for one fee.¹¹
- Type of user – As mentioned above, marketplaces may further differentiate their fees based on whether the product will be used by a professional or non-professional user. These user fees are known as subscriber fees. Professional users are individuals or organizations that use market data for business purposes (for example, dealers and their employees). Non-professional users are individuals that use market data for personal use. There is also a third category of usage-based users, who may either be professional or non-professional, who pay for data on a per-quote basis.¹²
- Use of data - Marketplace participants may purchase data for use within their firm (internal distributors) or to redistribute to their customers (external distributors) or for both internal and external distribution. Some marketplaces charge a *distribution fee* for the internal and external distribution of data. Marketplaces may also charge a *licence fee* for data that is not displayed to users, but is instead fed directly into trading applications such as those used for algorithmic trading.

In addition, the fees paid for market data are also dependent on the source of the data.

- When data is purchased directly from a marketplace, the marketplace participant pays several fees. While the method of charging fees varies by marketplace, the data fees charged may include fees to receive a feed, subscriber fees charged per user or per device and distribution fees where the purchaser redistributes the data internally or externally to third parties.
- There are two elements to the fees charged by third-party vendors: (i) vendor fees and (ii) marketplace subscriber fees, which may be paid directly to the marketplace or indirectly through the vendor. When the fees are paid through the vendor, the vendor may charge a mark-up for this service. In addition, the third-party data vendor pays a distribution fee to the marketplace for its own use of the marketplace's data.
- When data is purchased through the IP, the marketplace participant pays an administration fee to the IP and the professional subscriber fees to each marketplace.

The pricing model that is used by third-party vendors and the IP is called a pass-through pricing model. Under this model, the marketplace subscriber fee is paid by the end user regardless of which entity the end user buys the data from.

Marketplaces have told us they consider one or more of the following factors in setting their fees:¹³

- the fees charged by competitors and peer marketplaces,
- its market share,

⁸ TMX Select does not charge any market data fees.

⁹ Alpha Exchange charges different market data fees for TSX- and TSXV-listed securities.

¹⁰ Chi-X, Omega and Pure charge one data fee for both TSX- and TSXV-listed securities.

¹¹ Omega charges one fee for its TOB and DOB data for both TSX- and TSXV-listed securities.

¹² See Appendix B for a complete view of marketplace fees.

¹³ In addition, marketplaces likely consider the maximization of their revenue from market data when setting their data fees; however, this was not mentioned in the responses to our request for information.

- the development and operating costs associated with market data, and
- the views of clients and data vendors.

6. The Regulatory Framework

The regulatory framework in Canada impacts the manner in which marketplaces conduct their business and set fees, and how marketplace participants buy and use real-time data. This framework includes rules relating to the provision of data, the regulation of data fees and order handling requirements, including best execution and order protection obligations.

Two regulations, *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101) and *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101) set out the regulatory framework for marketplace trading. Regulation 21-101 sets out the rules governing the operations of marketplaces, the provision and dissemination of market data and market data fees. Regulation 23-101 provides the framework that marketplaces and marketplace participants must comply with when carrying out their trading activities. Together, these two regulations are referred to as the Marketplace Rules. The specific requirements of these rules are discussed in detail below.

(a) Rules Governing Market Data

Part 7 of Regulation 21-101 sets out the information transparency requirements for marketplaces trading exchange-traded securities.¹⁴ These requirements ensure transparency of trading and mitigate the effects of a competitive environment for trading over multiple marketplaces by requiring the transmission of data from each marketplace to a central entity (e.g. the IP) for consolidation and public dissemination.

Under Part 7, transparent marketplaces are required to provide details of all orders and trades to the IP for exchange-traded securities and to an information vendor for foreign exchange-traded securities.¹⁵ Dark marketplaces¹⁶ must provide details of executed trades to the IP (for Canadian exchange-traded securities, other than options) or an information vendor (for foreign-exchange listed securities).

Regulation 21-101 requires the IP to consolidate and disseminate order information from all transparent marketplaces and trade information from all marketplaces. The TMX IP¹⁷ acts as the IP for all exchange-traded securities other than options, and is subject to certain requirements under Part 14 of Regulation 21-101. These requirements include provisions relating to the manner in which real-time data is collected, processed, distributed and published. In addition, the IP is required to provide prompt and accurate order and trade information and cannot unreasonably restrict fair access to such information.

While the requirements create a regulatory structure for the IP, they do not preclude other entities from creating and disseminating consolidated data feeds. This allows for others to compete with the IP's product offering.

(b) Regulatory Requirements Governing Market Data Fees

The initial and ongoing information reporting requirements for marketplaces are found in section 3.1 and 3.2 of Regulation 21-101.¹⁸ Under Section 3.1, exchanges and ATSs are required to disclose the fees charged for their services, including their market data fees. Currently, market data fees are reviewed by some jurisdictions¹⁹ when initially filed. In addition, all subsequent fee amendments are required to be filed with the appropriate CSA jurisdiction(s) for review and approval. Market data fee amendments are not currently published for comment.

When setting and varying their fees, marketplaces must comply with the "fair access rule" in subsection 5.1(1) of Regulation 21-101 which requires that marketplaces not unreasonably prohibit, condition or limit access to their services. This requirement applies to all services offered by marketplaces, including execution, routing and data services.

¹⁴ An "exchange-traded security" means a security that is listed on a recognized exchange or is quoted on a recognized quotation and trade reporting system or is listed on an exchange or quoted on a quotation and trade reporting system that is recognized for the purposes of Regulation 21-101 and Regulation 23-101.

¹⁵ A "foreign exchange-traded security" means a security that is listed on an exchange, or quoted on a quotation and trade reporting system, outside of Canada that is regulated by an ordinary member of the International Organization of Securities Commissions and is not listed on an exchange or quoted on a quotation and trade reporting system in Canada.

¹⁶ Dark marketplaces are marketplaces that do not provide pre-trade transparency of orders.

¹⁷ The TMX IP was recognized under the Quebec *Securities Act* and is subject to various undertakings in other CSA jurisdictions.

¹⁸ The information is contained in Form 21-101F1 (Form F1) for an exchange and Form 21-101F2 (Form F2) for an ATS.

¹⁹ The OSC reviews all exchange and ATS filings, including all fee amendments as described in Part VI.1.

One of the factors, amongst others, that is considered by marketplaces in setting their fees and by staff of the Ontario Securities Commission (OSC) when evaluating these fees is the size of the fee relative to a marketplace's market share of trading activity.²⁰

(c) Order Protection Rule (OPR)

Contained in Part 6 of Regulation 23-101, the OPR requires that a marketplace establish, maintain and comply with policies and procedures reasonably designed to prevent the execution of an order at a price that is inferior to better-priced orders displayed on any Canadian marketplace. This is a policies and procedures obligation that is not enforced on a trade-by-trade basis. Compliance with this rule necessitates that policies and procedures contemplate the consideration of prices across all transparent marketplaces.

OPR puts the onus for compliance on marketplaces. However, many dealers, particularly those that are latency sensitive, use directed action orders (DAOs) to direct their order flow.²¹ These orders are often sent via a SOR that reads the data from all marketplaces and sends tradeable orders to the marketplace showing the best price at the time the SOR receives the order. Dealers may use a proprietary SOR, an SOR provided by the marketplace or one provided by a third-party vendor. The OPR requires dealers using DAOs to have policies and procedures reasonably designed to prevent trade-throughs.²²

(d) Best Execution

The dealer's obligation to obtain best execution for its clients' orders is derived from agency law.²³ In Canada, Regulation 23-101 and the Investment Industry Regulatory Organization of Canada's (IIROC) Universal Market Integrity Rules (UMIR) codify this obligation. These rules²⁴ require that dealers (other than dealers carrying on business as an ATS) must make reasonable efforts to achieve best execution²⁵ when acting for a client. Dealers must regularly assess order and trade information from all relevant marketplaces in deciding how to manage client orders. Like OPR, best execution is not assessed on a trade-by-trade basis but in the context of the dealer's overall policies and procedures. Subsection 4.1(5) of Policy Statement 23-101 states:

In order to meet best execution obligations where securities trade on multiple marketplaces in Canada, a dealer should consider information from all appropriate marketplaces (not just marketplaces where the dealer is a participant). This does not mean that a dealer must have access to real-time data feeds from each marketplace. However, its policies and procedures for seeking best execution should include the process for taking into account order and/or trade information from all appropriate marketplaces and the requirement to evaluate whether taking steps to access orders is appropriate under the circumstances. The steps to access orders may include making arrangements with another dealer who is a participant of a particular marketplace or routing an order to a particular marketplace.

Similarly, Part 2 of UMIR Policy 5.1 states that dealers "should consider orders on a marketplace that has demonstrated a reasonable likelihood of liquidity for a specific security relative to the size of the client order," but does not necessarily require access to real-time data feeds from each marketplace.

IV. ISSUES RELATING TO THE COST OF REAL-TIME MARKET DATA

We have grouped the issues relating to data fees into three themes. The first relates to concerns that data fees charged by marketplaces are too high, either individually or in aggregate. The second relates to the view that marketplace participants are required to purchase data because of regulatory requirements and are therefore captive to the fees charged. The third relates to the transparency of fee proposals and changes to fee models. This part of the Consultation Paper describes these three themes.

1. Market Data Fees Are Too High

Marketplace participants have raised the issue of increasing market data costs and high market data fees. Concerns have been expressed that the cost of obtaining data for Canadian equity markets has increased substantially. They argue that the fees charged by marketplaces are too high individually and in the aggregate (i.e., the fees collectively charged by all marketplaces in Canada) particularly when compared to the aggregate fees (i.e., consolidated fees) charged by all marketplaces in the United States (U.S.).

²⁰ Subsection 7.1(5) of the Policy Statement to Regulation 21-101 (Policy Statement 21-101) outlines the minimum factors that marketplaces should consider to ensure fair access to their services, including to their market data services.

²¹ A DAO signals to the marketplace that the dealer has assumed responsibility for compliance with the OPR and the marketplace should execute an order notwithstanding any apparent trade-through. The dealer using a DAO order will also send an order to any marketplace displaying a better price to prevent a trade-through.

²² A requirement to have compliance policies and procedures is also contained in Part 6 of Regulation 23-101.

²³ See J. Macey & M. O'Hara, *The Law and Economics of Best Execution*, 6 J. of Fin. Intermediaries 188 (1997).

²⁴ Part 4 of Regulation 23-101, Universal Market Integrity Rules (UMIR) 5.1 and 7.1. Dealers who are subject to and comply with UMIR are exempt from Regulation 23-101.

²⁵ Because best execution is for the benefit of the client, it can be waived by the client, unlike OPR, which protects better-priced orders.

On an individual marketplace basis, many marketplace participants feel that the fees charged by the smaller marketplaces are high in relation to their share of trading activity. Market data from the smaller marketplaces is, in the words of some marketplace participants, of "little to no value" in terms of price or liquidity discovery, because of the marketplace's small share of the total trading activity. In addition, for dealers, the marketplace practice of charging for each use of the same data feed in different trading and order management systems contributes to additional costs.

While dealers are concerned about the level of fees charged by marketplaces, they are willing to pay for data if:

- the data they receive enables them to successfully execute trades, and
- the trading profit they make from trading using the data exceeds the cost of buying that data.

While not widespread, a few marketplace participants viewed market data fees as just "the cost of doing business."

2. Participants Are a "Captive Market"

Marketplace participants have noted two factors that have contributed to high data fees. First, they noted that marketplaces control the production and pricing of their own market data products both on an individual marketplace basis and collectively for all marketplaces. The second factor noted relates to the regulatory environment which, many dealers believe, requires them to have access to data from all transparent marketplaces. Dealers indicate that in complying with the OPR from a practical perspective, they need real-time DOB data from all marketplaces for every trade. Some dealers feel that marketplaces are taking advantage of this situation by charging fees above a level that would exist if marketplaces were subject to competitive forces in the production and pricing of their market data products.

3. Transparency of Fee Proposals and Changes to Fee Models

Some data consumers have raised questions regarding the regulatory review of data fees charged by marketplaces. They have also questioned whether the review process itself should be more transparent and whether the fee models and proposals should be published for comment.

V. ANALYSIS OF MARKET DATA FEES

As noted in the previous Part, concerns about data fees were grouped into three themes: (i) market data fees are too high, (ii) dealers are a captive market due to the regulatory requirements for market data, and (iii) there should be greater transparency of fee proposals and changes to fee models.

This Part of the Consultation Paper presents the analysis of the fees charged by marketplaces in Canada and how these fees compare to those charged by exchanges²⁶ in the U.S. and other international jurisdictions.²⁷

The second theme captures the fact that some of the issues associated with market data fees are related to the realities of complying with best execution obligations and the OPR in a multiple marketplace environment. In our view, these rules are the foundation of trading in the Canadian capital market. However, recognizing the consequences of these rules in the context of competitive markets, we commit to examining the guidance surrounding these rules and the purchase of market data. We have not done so in this paper because in our view, the importance of these rules necessitates a separate and thorough review.

The third theme will be addressed through one of the proposed options in Part VII of the Consultation Paper.

1. Comparison of Fees Amongst Canadian Transparent Marketplaces

(a) Method of Analysis

Our approach in analyzing market data fees in Canada is based on the regulatory framework governing market data fees. Specifically, the fair access rule requires marketplaces to not unreasonably prohibit, condition or limit access to the fees charged for their services, including market data fees. The guidance provided for this rule states that one of the factors, amongst others, considered by staff when evaluating these fees is the size of the fee relative to a marketplace's share of trading activity.

Our review was limited to the professional subscriber fees²⁸ that each transparent marketplace charged for TOB and DOB data in 2011. We analyzed each marketplace's fees, in absolute and relative dollars, against its trading activity in 2011, to ensure an

²⁶ The analysis was restricted to major exchanges as we were not able to obtain sufficient information on data fees charged by smaller foreign exchanges, electronic communication networks and ATSS from the public sources available to staff.

²⁷ When we compared TSX's fees with those charged by its peers, whether in the U.S or E.U., we did not assess whether or not the fees charged by these peers were fair and reasonable in relation to their domestic market share. We simply compared the data fees charged in absolute and relative dollar value. We acknowledge that, more recently, market participants in E.U. have become more vocal about the cost of market data in Europe.

unbiased and consistent approach in analyzing the fees. Generally, the analysis was completed using the per subscriber fee charged by each marketplace for the data covering trading in all listed securities on that marketplace. In cases where different fees are charged depending on the listing venue, as is the case for TMX and Alpha Exchange, we also considered those fees in our analysis. The trading activity metrics used in our analysis were per million shares traded, per \$100 million in trade value and per 10,000 trades. Appendix A presents our methodology for calculating TOB and DOB market data fees for each transparent Canadian marketplace.

When viewed in isolation, each measure of trading activity can under- or over- report a marketplace's fees relative to its peers.²⁹ Nonetheless, we focused on the volume metric, i.e., per million shares traded, because this metric reflects and is consistent with industry's measurement of trading activity. However, to provide readers with a complete picture of how each marketplace's fees rank for all three trading metrics, we have presented our full analysis in Appendix B.

(b) Findings

There is a wide range in the fees charged by marketplaces for TOB and DOB data (see Table 1).

Table 1 – Fees Charged by Each Transparent Marketplace, 2011

Fee Per Subscriber	TSX	TSXV	CNSX	Alpha (TSX)	Alpha (TSXV)	Chi-X	Omega	Pure
TOB	\$38/\$32 ³⁰	\$25	\$9.00	\$15.00	\$7.50	\$12.00	\$2.85	\$11.00
TOB & DOB	\$88/\$82	\$51	\$9.00	\$48.00	\$24.50	\$30.00	\$2.85	\$16.50

Source: Information provided by marketplaces and marketplaces websites.

For TOB data, the fees range from \$2.85 to \$38 and for DOB data the fees range from \$2.85 to \$88.³¹ Overall, the TSX is the most expensive marketplace for both TOB and DOB data, Omega is the least expensive and the remaining marketplaces fall within these two extremes. TOB data from the TSX costs between 1.5 and 13 times more than the other marketplaces.³² For DOB data, the TSX's fees are between 1.7 and 31 times more than the other marketplaces.³³

When we examine each marketplace's fee in relation to its trading activity,³⁴ the picture of which marketplace has the highest or lowest fee changes significantly. With two exceptions, the TSX had the lowest fee for each of the trading activity metrics we examined for TOB data. Conversely, CNSX had the highest fees. CNSX's relative TOB fees were approximately 30 to 2,000 times greater than those of the TSX. This observation holds true for DOB data fees as well, although the magnitude of the difference is not as great (see Table 2 and Appendix B).

Table 2 - Scaled Comparison of Relative Fees for Each Transparent Marketplace, 2011

	TSX	TSXV	CNSX	Alpha (TSX)	Alpha (TSXV)	Chi-X	Omega	Pure
Scaled comparison of fee per million shares traded (scaled to TSX fee)								
TOB	1.0	1.1	29.8	1.1	1.6	2.2	1.8	3.5
DOB	1.0	0.9	12.6	1.5	2.3	2.3	0.7	2.2

²⁸ Marketplace participants do not employ a uniform definition of market data costs. Some marketplace participants have a narrow definition of market data costs, which is limited to subscriber fees, while others employ a broader definition that takes into account fees related to connectivity, co-location and vendor costs. We limited our analysis to professional subscriber fees since this is a type of fee incurred by all marketplace participants and subscriber fees account for a significant share of marketplace participants total market data costs.

²⁹ For instance, if a marketplace has a high volume of shares traded, but trades in relatively low-priced shares, it will show a lower relative fee when the volume metric is used and a higher relative fee when the value metric is used. Similarly, if a marketplace has a high number of trades, but a low average trade size, then it will show a lower relative fee when the number of trades metric is used but a higher relative fee when the total volume metric is used. The dollar value traded, on the other hand, has the advantage of taking only the value of the transactions into account, which tends to avoid the biases present in the volume and trade metrics.

³⁰ The first fee shown, i.e. \$38 was the effective fee from January to September 2011 and the second fee shown, i.e., \$32 was the effective fee at the start of October 2011.

³¹ Please refer to Appendix A for a full explanation of our fee calculation methodology.

³² Analysis is based on the TSX's \$38 fee.

³³ Analysis is based on the TSX's \$88 fee.

³⁴ For marketplaces that charge different market data fees for TSX- and TSXV-listed securities, we separately assessed their relative TSX and TSXV fees based on their trading activity in TSX- and TSXV-listed securities. For marketplaces that charge one market data fee for both TSX- and TSXV-listed securities, we assessed their relative fee based on their total trading activity, regardless of whether they traded TSX- or TSXV-listed securities.

Scaled comparison of fee per \$100 million traded (scaled to TSX fee)								
TOB	1.0	23.9	2,018.0	1.5	36.3	2.0	2.3	5.9
DOB	1.0	19.9	939.6	2.2	55.3	2.4	1.1	4.1
Scaled comparison of fee per 10,000 trades (scaled to TSX fee)								
TOB	1.0	10.8	1,144.4	1.2	9.6	1.0	1.9	4.5
DOB	1.0	9.0	531.6	1.8	14.6	1.2	0.9	3.1

Data sources: IIROC Marketshare by Marketplace Report, information provided by marketplaces, marketplaces websites, OSC calculations.

Our findings were expected given the significantly higher trading volume on the TSX compared to the other marketplaces. To some degree the TSX's lower relative fees may reflect lower production costs that arise due to economies of scale in the TSX's operations. When we remove the highest and lowest relative fees charged by marketplaces (i.e., CNSX, Alpha (TSXV) and TSXV), we find that the fees that the other marketplaces charge are in many cases equal to or slightly higher than the TSX's. In other cases, smaller marketplaces are charging, at most, 6 times more than the TSX for TOB data and, at most, approximately 4 times greater than the TSX for DOB data. All these marketplaces have a smaller share of the total trading activity than the TSX (see Table 3).

Table 3 - Market Share of Trading Activity on Transparent Marketplaces, 2011

	TSX	TSXV	TMX Select	CNSX	Alpha	Chi-X	Omega	Pure
Volume	41.5%	26.0%	0.5%	0.3%	20.1%	6.2%	1.8%	3.6%
Value	63.9%	1.8%	0.5%	0.0%	17.9%	10.4%	2.2%	3.3%
Number of Trades	53.9%	3.4%	0.7%	0.0%	18.5%	17.7%	2.2%	3.6%

Data sources: IIROC Marketshare by Marketplace Report, OSC calculations.

One marketplace charges a separate fee to access data based on the listing markets. Specifically, Alpha Exchange charges a separate fee to access data for TSX and TSXV-listed securities. To evaluate marketplace participants' view that the TSXV fees charged by the TMX Group are too high relative to the trading activity for TSXV securities, we analyzed the fees that both marketplaces charge for TSXV data³⁵ relative to their trading activity in TSXV securities. For TOB data, we found Alpha's relative TSXV fee to be 1.5 times greater than those of the TSXV. For DOB data, we found Alpha's relative fee to be 2.4 times greater than those of the TSXV. In 2011, the TSXV dominated trading in TSXV securities, accounting for 80% of trading volume. In contrast, Alpha had a 16% share in trading of TSXV-listed securities.

2. Comparison of Consolidated Fees in U.S. and Canada

This section examines the claim that the cost of consolidated data is lower in the U.S. than it is in Canada by comparing the cost of buying consolidated data in both countries.

A detailed discussion of the U.S. market structure and regulatory framework for market data is set out in Appendix C, however, the following differences are of note.

- Trading in the U.S. is subject to a best execution obligation that is similar to that in Canada. U.S. trading is also subject to an OPR, but unlike Canada's depth of book obligation, the U.S. requirement only applies to TOB orders.
- Although U.S. exchanges are required to provide their data to a consolidator (called a "securities information processor" or "SIP") similar to the IP, they only have to provide TOB data and the consolidated data feed does not show the full depth of the market.
- There are two SIPs, one for NYSE and NYSE MKT (Amex-listed securities) and one for NASDAQ-listed securities. In Canada, the IP consolidates data for all exchange-listed securities other than options.
- The Consolidated Tape Association (CTA) and UTP SIP Plan, which oversee the SIPs, do not use a pass-through pricing model for the consolidated data distributed by the SIPs. They establish their own price for this data and compensate the participating marketplaces by sharing the SIP's revenues on a prescribed basis.³⁶

³⁵ We have not analysed other marketplaces trading in TSXV-listed securities because they do not charge marketplace participants a separate fee for accessing TSXV data on their markets.

³⁶ The formula for the revenue sharing model is set by the Securities and Exchange Commission (SEC).

- The total subscriber fees for Network B (NYSE MKT) and the NASDAQ UTP (NASDAQ-listed securities) are lower than the cost of purchasing data from each individual marketplace. Furthermore, Network A (NYSE-listed securities) uses a sliding scale for subscriber fees that declines rapidly after the first user.³⁷ We estimate that the Network A fee for a single subscriber is actually higher than the cost of purchasing the data from individual marketplaces.
- The U.S. ATs are not required to provide data to a SIP until they reach a certain market share threshold, but many choose to do so in order to participate in sharing the SIP's revenues, by sending their data to an exchange that is a CTA participant.
- None of the current U.S. ATs charges users for data obtained directly from the ATS. However, this is a business decision rather than a regulatory requirement.

(a) Method of Analysis

To compare the cost of consolidated TOB data in Canada to the cost of consolidated TOB data in the U.S., we calculated the total cost of accessing real-time TOB market data from all marketplaces trading TSX-, TSXV- and CNSX-listed securities in Canada, and all CTA and UTP participants in the U.S. To allow for an equivalent comparison of DOB consolidated data costs, we examined the market data fees charged for accessing both TOB and DOB data in the U.S. and Canada. A complete description of our methodology and calculations can be found in Appendices D and E.

(b) Findings

The total cost of accessing TOB data in Canada directly from the marketplaces or through the IP is \$118.85 CAD per month. In the U.S., the total SIP's fee is \$173.99 CAD³⁸ per month. In absolute dollar terms, consolidated TOB data is less expensive in Canada; however, when scaled for trading volume, Canadian TOB data is approximately seven times more expensive than equivalent U.S. consolidated data.

Table 4 – Absolute and Relative TOB Fee for Consolidated Data in Canada and the U.S., 2011

	Consolidated Canadian Marketplaces	Consolidated U.S. Marketplaces
<i>Professional TOB - Monthly Fee</i>	\$118.85	\$173.99
Per 1 Million Shares	\$0.0201	\$0.0027

Data sources: IIROC Market Share by Marketplace Report, World Federation of Exchanges, information provided by marketplaces, marketplace websites, OSC calculations.

The total cost of accessing DOB data in Canada, whether in consolidated form or individually from each marketplace is \$268.35 CAD per month. The aggregate cost of accessing DOB data for the U.S. marketplaces that are CTA and UTP participants, is \$285.17 CAD per month. When scaled for the trading volume, the relative fees for DOB market data in Canada are approximately 10 times more expensive than equivalent data in the U.S.

Table 5 - Absolute and Relative DOB Fee for Consolidated Data in Canada and the U.S., 2011

	Consolidated Canadian Marketplaces	Consolidated U.S. Marketplaces
<i>Professional DOB - Monthly Fee</i>	\$268.35	\$285.17
Per 1 Million Shares	\$0.0454	\$0.0044

Data sources: IIROC Market Share by Marketplace Report, World Federation of Exchanges, information provided by marketplaces, marketplace websites, OSC calculations.

These findings are expected, given the greater scale of trading and number of professional data users in the U.S. The total transparent consolidated trading volume in the U.S. is approximately seven times greater than the total transparent trading volume in Canada.³⁹ Additionally, the U.S. has 10 times more professional data subscribers.⁴⁰ The greater size of the U.S. market allows for greater economies of scale, and the associated cost savings may be passed to marketplace participants. In addition, the higher volumes generate more trading revenue and may make an exchange more attractive to companies seeking

³⁷ The rate for a single user is \$127.50 per month per subscriber whereas a firm with three users would pay \$58.25 per month per subscriber.

³⁸ \$1USD = \$0.9971CAD as of February 1, 2012.

³⁹ OSC Calculations based on data obtained from Thomson Reuters and IIROC's Marketshare by Marketplace Report. The total transparent trading volume is calculated as the sum of trading volume on all transparent marketplaces.

⁴⁰ OSC Calculations based on information provided by marketplaces and publicly available from NYSE Euronext's website.

to list, which will positively impact listing revenue and this means that U.S. marketplaces are less reliant on data fee revenue to sustain their operations.

Another reason for lower consolidated fees in the U.S. relates to the framework governing the setting of consolidated data fees and the SIP revenue sharing model. In the U.S., the CTA establishes the fee for the consolidated TOB data and the marketplaces are compensated by sharing in the SIP's revenue. Each marketplace's share of the SIP's revenue is calculated based on a formula developed and approved by the SEC. This formula is also included in the CTA plan. Any change to a CTA's plan, including fees changes, requires a change to the plan agreements by participating marketplaces, and also an agreement by all the participants in the plan and approval by the Securities Exchange Commission (SEC). Agreement to change this structure is difficult. Inertia is arguably a key factor in keeping the fees for consolidated data in the U.S. relatively low. For instance, the fees for consolidated data for Networks A and B have remained unchanged since 1994 and for the UTP Plan since 1998.

3. Comparison of TSX Fees with International Peers

This section assesses how TSX fees compare to the fees charged by its international peers, in relative and absolute dollar value.

A discussion of the E.U. market structure and regulatory framework for market data is set out in Appendix F. We note that there is no mandated consolidated tape in Europe. In addition, European markets are not subject to an OPR and best execution obligations are interpreted differently than they are in Canada. Appendix G gives a brief overview of the Hong Kong and Brazil markets.

(a) Method of Analysis

We compared the TSX's TOB and DOB data fees to comparable international peers. To make this comparison we selected a number of comparable exchanges to the TSX, including NYSE Euronext (U.S.), NYSE Euronext (Europe), NASDAQ OMX, NASDAQ OMX Nordic, London Stock Exchange (LSE), Australian Stock Exchange (ASX), Hong Kong Stock Exchange (HKSE) and Brazilian Stock Exchange (BM&FBOVESPA). The trading activity metrics used in our analysis were per million shares traded, per \$100 million in trade value and per 10,000 trades.

As mentioned in our analysis of the Canadian marketplaces' fees, when viewed in isolation each measure of trading activity can under- or over-report a marketplace's fees relative to its peers. As with our analysis of domestic marketplaces we focused on the volume metric, i.e., per million shares traded.

(b) Findings

Table 6 - Summary of Absolute and Relative Fees Per 1 Million Shares Traded for The TSX and Its International Peers, 2011

Monthly Average	TSX	LSE	ASX	NYSE Euronext (Europe)	NASDAQ Nordic	NYSE Euronext (U.S.)	NASDAQ Q (U.S.)	BM&FBOV ESPA	HKSE
Trade Volume (billion)	9	72	51	10	6	48	76	73	246
Professional TOB									
Monthly Fee Per Subscriber ⁴¹	\$38/\$32 ⁴²	\$65.19	\$54.16 ⁴³	\$94.27	\$53.15	\$154.95 ⁴⁴	\$20.06	n/a	\$15.43
Per 1 Million Shares	\$0.0042	\$0.0009	\$0.0011	\$0.0094	\$0.0082	\$0.0032	\$0.0003	n/a	\$0.0001
Professional DOB									
Monthly Fee Per Subscriber	\$88/\$82 ⁴⁵	\$268.78 ⁴⁶	\$54.16	\$130.38 ⁴⁷	\$132.38 ⁴⁸	\$150.44 ⁴⁹	\$136.39 ⁵⁰	\$54.10 ⁵¹	\$51.44 ⁵²

⁴¹ Fees were converted into Canadian dollars using the following exchange rates: \$1USD = \$0.9971 CAD, \$1 EUR = \$1.3164 CAD, \$1 AUD = \$1.0698 CAD, \$1BRL = \$0.5755 CAD, \$1 HKD = \$0.1286 CAD.

⁴² The first fee shown was the effective fee from January to September 2011 and the second fee shown was the effective fee as of October 2011. TSX fees have been weighted in our calculations to account for fee changes that took place on October 2011.

⁴³ ASX fees include both TOB and DOB data.

⁴⁴ The NYSE Euronext (US) TOB fee includes the fees for data from Network A (priced for 1 user) and Network B (Last Sale and Bid/Ask).

⁴⁵ This is the TSX's effective DOB fee. See Appendix B for the TSX's listed DOB fee calculation.

⁴⁶ Fee for LSE Level 2 product.

⁴⁷ Fee for NYSE Euronext (Europe) Cash Full Order Book.

⁴⁸ Fee for NASDAQ OMX Nordic Equity TotalView.

⁴⁹ Fee for NYSE Euronext (US) NYSE OpenBook, NYSE Market OpenBook, NYSE ArcaBook

Per 1 Million Shares	\$0.0100	\$0.0037	\$0.0011	\$0.0130	\$0.0205	\$0.0031	\$0.0018	\$0.0007	\$0.0002
----------------------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------

The TSX's TOB fees are comparable to those charged by a number of European exchanges, both in dollar terms and when scaled by the volume traded. In contrast, European exchanges tend to charge more for DOB data than TOB data on an absolute dollar basis. Relative to the volume of trading activity, the TSX falls within the middle range of fees charged by European exchanges.

As indicated above, when compared to the U.S. exchanges, TSX TOB fees are in line with those charged by NYSE and NASDAQ in absolute dollar value. Relative to the volume of trading activity, both TOB and DOB data from the two U.S. exchanges is considerably less expensive than that from any of the other exchanges examined.

The ASX does not charge separately for TOB and DOB data. Relative to trading activity, the combined TOB and DOB data from ASX is slightly less costly than equivalent data from the TSX and the TSX and TSXV combined.⁵³ While the Australian market is similar in structure to the Canadian market,⁵⁴ we note that the comparison between the TSX and ASX relative fees may be distorted. Securities listed on the ASX are more diluted than securities listed on the TSX⁵⁵ and, as a result, the trading volume on ASX is significantly higher than the trading volume on the TSX. The difference accounts for the ASX's lower relative fee.

BM&FBOVESPA and HKSE have lower absolute and relative fees compared to those of TSX. The relative fee comparison is made difficult by the structure of the markets in which these exchanges operate. Canadian markets are competitive and securities listed on TSX are traded on multiple marketplaces. BM&FBOVESPA and HKSE are monopolies and their securities can only be traded on their markets. As a result a direct comparison is not meaningful.

4. Conclusions - Canadian Market Data Fees

Based on our analysis, we have concluded the following:

- a. There is no conclusive evidence that the fees charged by the TSX and the TSXV are unreasonable.
 - While the TSX and TSXV market data fees are the most expensive in Canada, in absolute terms, we could not find any conclusive evidence that these marketplaces were abusing their dominant position by charging fees that are high in relation to their market share of trading.
 - The TSX's data fees were comparable to those charged by many of its European peers, but higher than its U.S. peers. This seems to support the view that TSX fees are not unreasonable, as they fall between the fees charged in Europe and those charged in the U.S.
- b. There is evidence to support the view that in Canada, marketplaces with a smaller market share are, in some cases, charging fees that are high in relation to their market share of trading activity.
 - This finding does not necessarily mean that these marketplaces are charging fees that violate the fair access provisions of Regulation 21-101 and represent an unreasonable condition or limit on accessing their data services.
 - While we have not been provided with cost information, it is possible that the higher "per volume" fees charged by smaller marketplaces may reflect the fact that these marketplaces' cost of providing data for each user may be higher. Smaller marketplaces may have similar infrastructure costs as large marketplaces and the higher "per-volume" fees may reflect the fact that they need to recover those costs. In addition, higher "per-volume" fees may reflect the fact that these markets are in a start-up phase of operation and have not yet reached their expected outcomes.
- c. There is some evidence that the cost of consolidated data in Canada is relatively higher than in the U.S.
 - The U.S. SIP program has resulted in consolidated data fees that, based on trading volumes, are much lower than those in Canada.
 - We acknowledge the view held by marketplace participants in Canada that the data fees charged by Canadian and U.S. marketplaces should ideally be closer. However, differences in the regulatory

⁵⁰ Fee for NASDAQ Total View (for NASDAQ issues), NASDAQ BX Total View, NASDAQ PSX Total View.

⁵¹ Fee priced for access via terminal, internet and extranet.

⁵² Fee for Full Book product.

⁵³ The weighted combined TSX and TSXV TOB and DOB fees are \$0.009 and \$0.0197 per million shares.

⁵⁴ ASX-listed securities are traded on a competing marketplace, i.e., Chi-X Australia.

⁵⁵ On the ASX, the average number of outstanding shares for listed issuers with a market capitalization of at least \$1B was 991 million. On the TSX, the average number of outstanding shares for listed issuers with a market capitalization of at least \$1B was 287 million. Calculations based on data obtained from Capital IQ.

environment, industry structure, scale and size of the two markets may explain the cost differential and arguably make such an outcome unrealistic.

As a result of our initial analysis, it is our view that while the amount of some of the data fees charged is not unreasonable, the quantum of some fees may result in a high fee for consolidated data. A high fee for consolidated data may introduce inefficiencies and hamper the ability of market participants to fulfill their regulatory obligations. As a result, we believe that further steps should be considered to address the fees charged for market data on an individual marketplace and/or aggregate basis.

VI. REGULATORY ACTIONS TAKEN TO DATE

This Part of the Consultation Paper describes the steps various CSA jurisdictions have taken to examine and manage issues relating to market data fees.

1. Review of Fees Charged by Canadian Marketplaces

Issues about market data fees first arose during the selection of an IP in 2009. CSA staff Notice 21-309 *Information Processor for Exchange-Traded Securities other than Options* acknowledged issues raised at the time and CSA staff made a commitment to review these issues at a future date, including:

- reviewing the regulatory requirements for data fees collectively charged by all Canadian marketplaces,
- looking at fee models used by data consolidators, vendors and marketplaces, and
- understanding what actions securities regulators in other jurisdictions have taken to ensure the costs and benefits of market data are balanced, and what options are available to mitigate and correct potential abuses of market data fees.

As part of the current review, CSA staff requested fee information from all transparent marketplaces and reviewed and analyzed this information. From this review, it was determined that market data fees warranted further research and analysis, which we have presented in this Consultation Paper.

Over the past few years both OSC and British Columbia Securities Commission (BCSC) staff have been reviewing proposed fee changes⁵⁶ by marketplaces with greater scrutiny, as part of their on-going oversight of marketplaces. Details are discussed below.

(a) OSC Staff Review

For the last few years OSC staff have placed greater emphasis on the review of proposed amendments to fees set out under Form F1 and Form F2 regarding fees, including data fees. When submitting proposed fee changes, marketplaces are asked to provide justification for their proposed changes, including an analysis of how the proposed fees comply with the fair access requirements. The information provided is used to assess whether the proposed fee changes would constitute a barrier to access to a marketplace's services. OSC staff's review of the proposed fees has relied mostly on post-trade statistics, provided either by the marketplaces or by IIROC.⁵⁷ The approach taken by OSC staff to review data fees to date is rooted in the fair access rule and the guidance provided in Policy Statement 21-101 to the fair access requirements.

(b) BCSC Staff Review

BCSC staff have also placed a greater emphasis on the review of proposed amendments regarding fees, including data fees, in recent years. BCSC also requests that marketplaces submitting proposed fee changes provide a business case justifying their proposed changes and an analysis of the proposed fees and how the fees comply with the fair access requirements and, in the case of the TSXV, comply with provisions in that exchange's recognition order requiring fees to:

- be allocated on an equitable basis,
- not have the effect of creating barriers to access,
- be balanced with its need to have sufficient revenues to satisfy its responsibilities and,
- be fair, reasonable and appropriate.

2. Transparency of Enterprise Agreements Offered by Marketplaces

One issue raised in the past by the Investment Industry Association of Canada (IIAC) was the lack of transparency surrounding enterprise agreements for large data consumers. The CSA considered the issue of bringing transparency to enterprise

⁵⁶ OSC staff review all fee changes filed by the TSX, CNSX, Alpha and ATs and BCSC staff review fee changes filed by the TSXV.

⁵⁷ http://www.iiroc.ca/news/Documents/MarketplaceStatisticsReportHistorical_en.pdf

agreements to help buyers of market data understand the criteria they would have to meet in order to be considered a candidate for an enterprise agreement. Amendments to Regulation 21-101 implemented on July 1, 2012 now require transparency of these agreements⁵⁸ and the basis on which fee discounts or rebates are set.

3. Further Research and Analysis of Market Data Fees

As part of the information gathering stage of this consultation, CSA staff conducted a series of interviews⁵⁹ with a representative cross-section of marketplace participants to further explore their market data fee concerns. The discussions with marketplace participants were focused on understanding the types of market data used and for what purpose, as well as the cost management and procurement controls they have in place to manage data costs. We also solicited feedback on potential solutions we could pursue in addressing their issues with market data fees.

We also researched and analyzed the regulatory frameworks governing market data fees in the United States and the European Union (EU), market data pricing, pricing theory and profitability analysis of the securities dealer industry. Appendix H presents a list of the literature we reviewed as part of our research and analysis activities.

4. Seek Industry Input on Proposed Approach to Data Fee Issues

The next phase of our work was the development and publication of this Consultation Paper. After we receive industry input for our proposed approach, we will determine whether further actions are appropriate or necessary.

VII. OPTIONS TO ADDRESS MARKET DATA FEES ISSUES

This Part of the Consultation Paper describes possible approaches to managing the issues associated with the cost of market data. We grouped these options into two categories based on the issues we are trying to address: high market data fees and transparency of proposed fees and changes to fee models. These options are described below.

1. Options to Address High Market Data Fees

The options in this category, if implemented, would regulate data fees through a number of means. Specifically, the approaches include: (i) capping fees for "core data", (ii) capping fees for marketplaces, (iii) capping fees for data sold through the IP, (iv) regulating consolidated data fees charged by the IP and/or, (v) mandating a data utility to operate on a cost-recovery basis. These options are described below.

Option 1: Cap fees for "core data"

This option would consist of defining a set of data, known as core data that would be necessary to comply with regulatory requirements. The regulatory authority would then regulate the distribution of the fees applicable to this core data, whether distributed through the IP or through the marketplaces. Since core data would not necessarily need to include all data elements that are currently in market data feeds, it could be available at a lower price.

Marketplaces would be free to set fees for non-core real-time data products, subject to the normal fee review and approval process. To prevent marketplaces from bundling core data with other data as a way to circumvent the pricing restrictions, marketplaces would be required to offer core data as a stand-alone product.

- Question 1:** *Are there unintended consequences at the industry, marketplace or firm level that could result if this option is pursued? Would these consequences be evenly distributed across the industry or will certain types or sizes of firms be more impacted than others?*
- Question 2:** *What are the competitive and business impacts of the proposed option?*
- Question 3:** *Would the proposed option be effective in addressing market data fee issues? Would this option be more effective if pursued with an additional option? If yes, which one(s)?*
- Question 4:** *What elements should be included in core data? Why?*
- Question 5:** *How should the cap be set? Please provide as much detail as possible.*
- Question 6:** *Should there similarly be caps applied to non-core data? If so, how should the caps be set? Alternatively, what should staff consider when assessing the fees to be charged for non-core data?*

⁵⁸ Section 10.1 of Regulation 21-101 and section 12.1 of Policy Statement 21-101.

⁵⁹ OSC and Alberta Securities Commission (ASC) staff conducted interviews and BCSC staff discussed market data fee concerns with local investment dealers.

Option 2: Cap data fees charged by a marketplace until it meets a *de minimis* threshold

This option would impose a cap on the fees that a marketplace could charge for its market data until it reaches a *de minimis* threshold for a period of time. This threshold could be based on market share or market share combined with some other metric. The cap could be set at zero or at a nominal amount until the threshold is met. If a marketplace falls below the *de minimis* threshold for a certain period of time, its market data fees would be subject to the cap until the marketplace moves above the *de minimis* threshold again.

The cap would not apply to marketplaces that are above the *de minimis* threshold. Marketplaces in this situation would be able to set fees, subject to the approval process in place.

- Question 7:** *Are there any unintended consequences at the industry, marketplace or firm level that could result if this option is pursued? Would these consequences be evenly distributed across the industry or will certain types or sizes of firms be more impacted than others?*
- Question 8:** *What are the competition and business impacts of the proposed option?*
- Question 9:** *Would the proposed option be effective in addressing market data fee issues? Would this option be more effective if pursued with another option? If yes, which one(s)?*
- Question 10:** *What factors could be considered in establishing the *de minimis* threshold? What could be the appropriate measure and measurement period? Please provide as much detail as possible.*
- Question 11:** *What factors could be considered in setting the cap? Please provide as much detail as possible.*

Option 3: Cap all data fees for all marketplaces starting at a *de minimis* threshold and gradually increasing the threshold and the applicable caps

This option would limit the level of market data fees individually charged by all marketplaces. Similar to the previous option, the *de minimis* threshold could be based on market share or market share combined with some other metric. We have not decided what the *de minimis* threshold metric could be; however, to facilitate an understanding of this option we will use market share as the *de minimis* metric. Whereas option 2 only contemplates a single market share threshold and fee cap, this option would create a matrix with a cap level for each threshold interval.

The cap for the *de minimis* threshold could be set at zero or at a nominal amount until the *de minimis* threshold is met. The cap would increase when a marketplace moves beyond the *de minimis* market share threshold and into a higher market share threshold. Conversely, the cap would decrease to a lower level if a marketplace regresses back to a lower market share threshold. Similar to option 2, a marketplace must remain above a set threshold for a certain period of time before it can increase its fee up to a level that corresponds to the threshold tier it is in.

This option would prevent any marketplace from charging fees that are not reflective of its market share. Additionally, the tier fee caps and market share thresholds structure would keep fee increases in check by tying them to a marketplace's market share.

- Question 12:** *Are there any unintended consequences at the industry, marketplace or firm level that could result if this option is pursued? Would these consequences be evenly distributed across the industry or will certain types or sizes of firms be more impacted than others?*
- Question 13:** *What are the competition and business impacts of the proposed option?*
- Question 14:** *Would the proposed option be effective in market data fee issues? Would this option be more effective if pursued with another option? If yes, which one(s)?*
- Question 15:** *What factors could be considered in establishing the *de minimis* threshold and the successively higher thresholds? What could be the appropriate measure and measurement period?*
- Question 16:** *What factors could be considered in setting the gradually increasing caps? What could be an appropriate approach in setting these caps? Please provide as much details as possible.*
- Question 17:** *Should the caps for fees be waived when a certain threshold is met? Please provide as much detail as possible.*

Option 4: Cap fees for data sold through the IP

This option would cap the fees that marketplaces charge buyers who purchase their data from the IP. All marketplaces would be subject to a cap, although not necessarily the same one (as in option 3). This model preserves the pass-through model but caps

the costs that could be passed through. The cap could be set by the regulators and implemented through a rule. The marketplaces would still be free to set fees for direct subscribers and vendors, subject to the normal fee review and approval process. This option would create a lower-cost consolidated data feed from the IP. As many users do not need to purchase data directly from marketplaces (e.g., users that are not latency sensitive) this option could address their concerns. Users whose business models require them to purchase data directly from the marketplace or from third party vendors would not necessarily see a direct benefit in terms of lower costs, but the existence of a lower-cost alternative may impose some market discipline on data prices generally.

Question 18: *Are there any unintended consequences at the industry, marketplace or firm level that could result if this option is pursued? Would these consequences be evenly distributed across the industry or will certain types or sizes of firms be more impacted than others?*

Question 19: *What are the competition and business impacts of the proposed option?*

Question 20: *Would the proposed option be effective in addressing market data fee issues? Would this option be more effective if pursued with another option? If yes, which one(s)?*

Question 21: *What factors could be considered in establishing the caps?*

Option 5: Regulate consolidated market data fees charged by the IP

This option is similar to option 4, except that it would directly regulate the fees charged by the IP for consolidated data rather than the fees charged by marketplaces. Unlike option 4, this model would eliminate the pass-through model but would necessitate creating a different fee and compensation model for the data fees. Like option 4, this option would not regulate fees for data sold directly by marketplaces.

In this option, the IP and not the marketplaces would set the fee for its consolidated data, subject to approval by the regulatory authority. The fee could be determined by a rule of the regulatory authority, the IP independently or co-operatively by the marketplaces, as is done with consolidated data in the United States. Marketplaces would share in the IP's revenue on a pre-determined basis, either by agreement or rule or as approved by the regulatory authority. Under this option, marketplaces would be free to set fees for direct subscribers and vendors, subject to the fee review and approval process.

This approach is similar to the approach taken in the United States, where the revenue from the consolidated data distributed by the SIPs is allocated by a set formula.

This option requires legislative amendments to the securities regulatory authorities jurisdiction to specifically regulate the operations of the IP and the fees charged for its products.

Question 22: *Are there unintended consequences at the industry, marketplace or firm level that could result if this option is pursued? Would these consequences be evenly distributed across the industry or will certain types or sizes of firms be more impacted than others?*

Question 23: *What are the competitive and business impacts of the proposed option?*

Question 24: *Would the proposed option be effective in addressing market data fee issues? Would this option be more effective if pursued with another option? If yes, which one(s)?*

Question 25: *How should the fee be set and by whom?*

Option 6 – Cap consolidated data fees sold by marketplaces to all data vendors, not just to the IP

This option is also similar to option 4, however, instead of capping the fees that marketplaces charge buyers who purchase their data directly from the IP, the fees that marketplaces charge buyers of consolidated data from all data vendors would be capped. Marketplaces would be free to charge whatever fees they determine appropriate for non-consolidated data whether distributed by vendors or by the marketplaces directly. This will allow all data vendors to distribute the consolidated data at the same lower, capped rate to marketplace participants as the IP.

Question 26: *Are there unintended consequences at the industry, marketplace or firm level that could result if this option is pursued? Would these consequences be evenly distributed across the industry or will certain types or sizes benefit more than others?*

Question 27: *How does this option compare with option 4? What costs and benefits arise from offering regulated fee consolidated data through competitive data vendors rather than a single regulated IP?*

Question 28: *What advantages, if any, would result from being able to receive consolidated data from a number of data vendors?*

Question 29: *How should the fee be set and by whom?*

Question 30: *Should data vendors distributing aggregated data under this model be subject to regulation by the CSA?*

Option 7: Mandate a data utility to operate on a cost-recovery basis

Concerns about the costs of market data have led some marketplace participants to suggest the creation of a “public utility” source of consolidated market data in Canada.

A mandated data utility could be funded by marketplaces and/or data customers and would operate on a cost-recovery basis. Any revenue generated from the selling of the consolidated data would be divided amongst the utility participants based on a revenue sharing model agreed upon by all parties involved. The amount of revenue that each participant receives would be proportionate to their contribution to price discovery and liquidity. This utility would have to be overseen by the regulatory authority as it would be providing a service critically important to the capital markets.

This option is similar to Option 5, except that it would be developed by the industry rather than imposed by the regulatory authority. Legislative amendments and an overhaul of the transparency requirements would be needed if a public data utility was created.

Question 31: *Are there unintended consequences at the industry, marketplace or firm level that could result if this option is pursued? Would these consequences be evenly distributed across the industry or will certain types or sizes of firms be more impacted than others?*

Question 32: *What are the competitive and business impacts of the proposed option?*

Question 33: *Would the proposed option be effective in addressing market data fee issues? Would this option be more effective if pursued with another option? If yes, which one(s)?*

Question 34: *Is it sufficient to create a utility, or must its prices also be regulated?*

Question 35: *Should there be any restrictions on the data to be provided by marketplaces to this utility – e.g., should this data be limited to core data?*

2. Option to Address Transparency of Fee Proposals and Changes to Fee Models

Option 8: Publish amendments to market data fees and fee models for comments

This option would require a marketplace to publish for comment any amendments to its market data fee schedule. We could require marketplaces to also publish the rationale for amending the fees and a pre-implementation impact analysis at the time their proposed fee changes are filed with the regulatory authority for approval. This would impose some discipline as marketplaces would have to publicly justify any changes to fees and/or fee models.

Question 36: *Are there any unintended consequences at the industry, marketplace or firm level that could result if this option is pursued?*

Question 37: *What are the competition and business impacts of the proposed option?*

Question 38: *Would the proposed option be effective in addressing market data fee issues? Would this option be more effective if pursued with another option? If yes, which one(s)?*

Question 39: *Would the rationale and the pre-implementation impact analysis be sufficient in assessing whether the proposed fees do not constitute an unreasonable condition on accessing a marketplaces data services? If no, what other requirements should be considered?*

VIII. REQUEST FOR COMMENTS

We seek comments on all issues raised in this Policy Statement, including the options identified, as well as the specific questions posed within it.

You must submit your comments in writing by February 8, 2013. If you are sending your comments by email, you should also send an electronic file containing the submissions (in Windows format, Microsoft word).

Please address your comments to the CSA member commissions as follows:

Alberta Securities Commission

British Columbia Securities Commission
 Manitoba Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 New Brunswick Securities Commission
 Superintendent of Securities, Newfoundland and Labrador
 Registrar of Securities, Department of Justice, Northwest Territories
 Nova Scotia Securities Commission
 Registrar of Securities, Legal Registries Division, Department of Justice, Nunavut
 Ontario Securities Commission
 Registrar of Securities, Prince Edward Island
 Saskatchewan Securities Commission
 Registrar of Securities, Government of Yukon Territories

Please send your comments [only] to the address(es) below. Your comments will be forwarded to the remaining CSA jurisdictions.

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Email: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

and

The Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West
 19th Floor, Box 55
 Toronto, Ontario M5H 3S8
 Fax: 416-593-2318
 Email: comments@osc.gov.on.ca

Please note that all comments received during the comment period will be made publicly available. We cannot keep submissions confidential because securities legislation [in certain provinces] requires publication of a summary of all the written comments received during the comment period. We will post all comments received during the comment period to the OSC website at www.osc.gov.on.ca to improve the transparency of the policy making process.

Questions

Please refer your questions to any of the following:

Serge Boisvert
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337 x 4358

Alina Bazavan
 Ontario Securities Commission
 416-593-8082

Myha Truong
 Ontario Securities Commission
 416-593-8157

Tracey Stern
 Ontario Securities Commission
 416-593-8167

Paul Redman
 Ontario Securities Commission
 416-593-2396

Michael Brady
 British Columbia Securities Commission
 604-899-6561

Doug Mackay
 British Columbia Securities Commission
 604-899-6609

Bonnie Kuhn
 Alberta Securities Commission
 403-355-3890

Mark Wang
 British Columbia Securities Commission
 604-899-6658

Appendix A

Methodology for Calculating TOB And DOB Market Data Fees for Each Transparent Canadian Marketplace, 2011

A. Calculations of Relative Fees For All Marketplaces

The fee of each marketplace was divided by that marketplace's respective trading activity, as measured by volume, value and number of trades. The result was then scaled by an appropriate multiplier; and, these were one million shares traded, \$ 100 million in traded value and 10,000 trades. The example below illustrates our calculation methodology for each trading activity metric.

(Fee for Marketplace ÷ Monthly Average Volume in 2011) × 1,000,000

(Fee for Marketplace ÷ Monthly Average Traded Value in 2011) × \$100,000,000

(Fee for Marketplace ÷ Monthly Average Number of Trades in 2011) × 10,000

Trading activity data were obtained from IIROC and Thomson Reuters' Equity Market Share Reporter.

B. Calculation of TOB data fees

We used the listed fee for TOB data in our analysis, with the exception of the TSX's and CNSX's fee. The TSX had a fee change for TOB data in October 2011. We weighted the TSX's TOB data fee to capture this change. CNSX bundles its TOB and DOB data as a single product and a single fee is charged to access both levels of data. Our analysis used this bundled fee.

C. Calculation of DOB data fees

TSX

Users are required to purchase TOB data in order to buy DOB data. To reflect the true cost of purchasing DOB data, we used an aggregate fee for DOB data, by adding together the fee for TOB and DOB data. The TOB data fee was weighted to reflect a fee change that took place in October 2011.

TSXV

Users are required to purchase TOB data in order to buy DOB data. To reflect the true cost of purchasing DOB data, we used an aggregate fee for DOB data, by adding together the fee for TOB and DOB data.

TMX Select

TMX Select did not charge a fee to access its market data, in 2011. We used \$0 in our analysis. Where it made sense to do so in our presentation of the analysis, we have omitted the results for TMX Select, since all the results are \$0.

Alpha

TOB data is free with the purchase of DOB data. The listed fee for DOB data was the fee we used in our fee analysis.

CNSX

TOB and DOB data are bundled as a single product and a single fee is charged to access both levels of data. In our analysis, the same fee was used for TOB and DOB data. CNSX uses a suggested pricing schedule. We used a mid-point price that was between the suggested retail price and the dollar amount that a re-distributor must remit back to CNSX. This method controlled for the over or under-representation of fees that would occur were the lowest/highest price method were used.

Pure

TOB data is free with the purchase of DOB data. The listed fee for DOB data is the figure that is used in our analysis. Pure uses a suggested pricing schedule. We used a mid-point price that was between the suggested retail price and the dollar amount that a re-distributor must remit back to Pure. This method controlled for the over or under-representation of fees that would occur were a lowest/highest price method were used.

Omega

Omega currently has a fee holiday for DOB data. In order to access DOB data, users are required to buy TOB data. The price for DOB data is listed as \$0 in our tables. We, however, used the TOB fee in our analysis to capture the true cost of accessing DOB data.

Chi-X

TOB data is free with the purchase of DOB data. The listed fee for DOB data is the figure that was used in our analysis.

Appendix B

Summary of Absolute and Relative Fees by Trading Activity, 2011

2011 Monthly Average	TSX	TSXV	TMX Select	CNSX	Alpha (TSX)	Alpha (TSX-V)	Chi-X	Omega	Pure
Volume (billion)	8.6	5.4	0.2	0.1	4.2	1.1	1.3	0.4	0.7
Value (\$ billion)	123.3	3.5	1.9	0.0	34.6	0.7	20.0	4.2	6.3
Number of Trades (million)	17.5	1.1	0.4	0.0	6.0	0.4	5.7	0.7	1.2
Professional TOB									
<i>Monthly Fee Per Subscriber</i>	\$38/\$32	\$25.00	\$0.00	\$9.00	\$15.00	\$7.50	\$12.00	\$2.85	\$11.00
Per million share traded	\$0.004	\$0.005	\$0.000	\$0.126	\$0.005	\$0.007	\$0.009	\$0.007	\$0.015
Per \$100 million in total traded value	\$0.030	\$0.708	\$0.000	\$59.706	\$0.043	\$1.075	\$0.060	\$0.068	\$0.175
Per 10,000 trades	\$0.021	\$0.225	\$0.000	\$23.884	\$0.025	\$0.201	\$0.021	\$0.040	\$0.094
Professional DOB									
<i>Monthly Fee Per Subscriber</i>	\$88/82	\$51.00	\$0.00	\$9.00	\$48.00	\$24.50	\$30.00	\$0.00	\$16.50
Per million share traded	\$0.010	\$0.009	\$0.000	\$0.126	\$0.015	\$0.023	\$0.023	\$0.007	\$0.022
Per \$100 million in total traded value	\$0.064	\$1.263	\$0.000	\$59.706	\$0.139	\$3.513	\$0.150	\$0.068	\$0.262
Per 10,000 trades	\$0.045	\$0.404	\$0.000	\$23.884	\$0.080	\$0.658	\$0.052	\$0.040	\$0.141

NB: The TSX's fee calculations take into account the TSX fee changes in October 2011. Appendix A provides details of how to determine the listed vs. the effective DOB fee for each marketplace.

Data sources: IIROC Marketshare by Marketplace Report, information provided by marketplaces, marketplaces websites, OSC calculations

Appendix C

Market Structure and Regulatory Framework for Market Data in the United States

a. Market structure

In 1999, United States SEC adopted Regulation ATS to govern operations of ATSs. In the U.S., Regulation ATS, under the Securities Exchange Act of 1934 (1934 Act) imposes requirements such as fair access and transparency on marketplaces⁶⁰, but they only apply to an ATS once it reaches a certain market share threshold. Like Canada, marketplaces offer dark and transparent facilities. ATSs have been very successful in capturing market share from stock exchanges.

b. Rules governing availability of market data

In the U.S., the applicable rules governing exchanges are primarily in the 1934 Act and related SEC rules, while rules governing ATSs are primarily in the SEC's Regulation ATS.

For exchanges, a consolidated data model has been in place for some time. In 1975, the U.S. Congress amended the 1934 Act to facilitate the creation of a "national market system" (NMS) for securities, with the objectives of fostering competition in exchange-traded securities while maintaining stable and orderly markets and centralizing access to buying and selling interest so that each investor would have the opportunity for best execution of their order, regardless of where it was entered. Communications systems for market data were the backbone of this system as the display of bids and offers on a consolidated basis would allow for the best price to be determined.

In order to provide maximum flexibility, Congress did not mandate how the NMS would operate but instead allowed the SEC and the securities industry to establish the details.

The SEC in turn adopted a series of rules mandating the display of bids, offers and last sales in NMS securities (any security for which transaction reports are collected, processed and made available through a National Market System Plan (Plan) approved by the SEC). SEC rules require that exchanges make their data available to information processors on terms that are fair and reasonable, and require them jointly to ensure that consolidated information is available through the CTA Plans.

Exchanges and ATSs that are required or choose to display order information in NMS securities send details of their best bid, best offer and aggregate size on the bid and offer to one of the two SIPs, which then consolidates the data for dissemination to vendors and end-users. Trade information is provided on a consolidated tape system and bid and offer information is provided on a consolidated quote system ("consolidated tapes") pursuant to Plans. The Plans also govern the fees that are charged for market data and the sharing of fee revenue amongst participating marketplaces.

Two SIPs sell data for equity securities in the U.S. CTA Network A processes data from all marketplaces for securities listed on the New York Stock Exchange. CTA Network B does the same for securities listed on NYSE MKT and securities listed on regional exchanges that meet NYSE MKT listing standards. The NASDAQ UTP Plan processes data for securities listed on NASDAQ. Network A is administered by NYSE, Network B by NYSE MKT and NASDAQ UTP by NASDAQ.

c. Marketplace filing requirements

An exchange that wishes to register as a "national securities exchange" under the 1934 Act must file a Form 1 with the SEC. The Form requires the applicant to publicly disclose fees charged. An ATS wishing to commence operations must file a Form ATS, which does not require public disclosure of fees.

Under section 19(b) of the 1934 Act, exchanges are required to file and obtain SEC approval for rule changes. Although the term "rule" is not defined to specifically include fees, section 19(b)(3)(A) provides that rule changes "establishing or changing a due, fee, or other charge imposed by the [exchange] on any person, whether or not the person is a member of the [exchange]" become effective immediately upon filing with the SEC.

Fees are published for notice and comment, but they can be implemented immediately, on filing. The SEC can suspend the fee change any time within 60 days after filing if the SEC considers it necessary or appropriate in the public interest, for the protection of investors or otherwise in furtherance of the purposes of the 1934 Act, pending a hearing to determine whether the fee change should be approved or disapproved.

d. Order Protection Rule

Like the Canadian rule, SEC Rule 611 requires a marketplace to have reasonable policies and procedures to prevent trade-throughs. The rule also contains an exemption if the dealer sending the order uses a DAO, which the SEC rule calls an "inter-market sweep order."

⁶⁰ With respect to display of order information, U.S. ATSs are not required to display details of orders until they have had an average daily trading volume of 5 per cent or more for four of the preceding six months. A similar threshold applies to the requirement to provide fair access to the market.

The difference between the US and the Canadian rules are that the U.S. rule only covers the top-of-book for each marketplace, while the Canadian rule covers trade-throughs at any price level.

e. Best execution rule

The SEC has not defined best execution, so the common law agency standard applies to dealers. The SEC has enacted rules to assist clients in determining whether they received best execution. Marketplaces are required to publicly provide detailed statistics concerning order execution on a monthly basis. Dealers in turn are required to publicly disclose their order routing practices on a quarterly basis. The intent of the two rules is that clients will have the information they need to determine whether their dealer routes orders to the marketplace that provides best execution based on the factors the client considers important (e.g., speed of execution, execution at a better price than the posted bid or offer, etc).

Appendix D

Methodology For Calculating Consolidated Fees in Canada and the U.S.

Methodology for Canada

The Canadian consolidated fee was calculated for all transparent marketplaces. The calculated fee takes into account the TSX fee change in October 2011.

Top-of-book and depth-of-book fees were calculated by:

1. summing the effective fee from January to September 2011, for all transparent marketplaces, and multiplying this by 9 months,
2. summing the effective fee from October to December 2011, for all transparent marketplaces, and multiplying this by 3 months,
3. summing the totals from calculations 1 and 2 and dividing it by 12 months to find the average monthly fee in 2011.

We used weighted monthly averages of trading activity (i.e., number of trades, value of trades, and volume) to calculate the fees, since a simple average would under-report these trading activity measures and result in an over-reporting of each marketplace's relative fee.

Methodology for U.S.

The consolidated U.S. fee includes data from Networks A, B (Last Sale and Bid/Ask) and NASDAQ UTP.

For comparison purposes we calculated a fee for DOB data in the U.S. DOB fees were calculated for all CTA participants in the U.S., based on the costs for the following DOB products: NYSE ArcaBook, NYSE OpenBook, NYSE MKT OpenBook, NASDAQ TotalView (for NASDAQ listed securities), NASDAQ BX TotalView and NASDAQ PSX Total View. NYSE fee is priced for a single user because the single participant fee better reflects the incremental cost for each new marketplace participant.

We used an exchange rate where \$1 USD is equivalent to \$0.9971 CAD. This was the effective exchange rate on February 1, 2012.

Appendix E

Summary of Absolute and Relative Consolidated Fees by Trading Activity in Canada and the United States, 2011

	Consolidated Canadian Marketplaces	Consolidated U.S. Marketplaces
<i>Professional TOB - Monthly Fee</i>	\$118.85	\$173.99
Per 10,000 Trades	\$0.1026	\$0.0081
Per \$100 Million in Trades	\$0.1365	\$0.0184
Per 1 Million Shares	\$0.0201	\$0.0027
<i>Professional DOB - Monthly Fee</i>	\$268.35	\$285.17
Per 10,000 Trades	\$0.2317	\$0.0132
Per \$100 Million in Trades	\$0.3082	\$0.0137
Per 1 Million Shares	\$0.0454	\$0.0044

NB: Canadian consolidated fee calculated for all transparent marketplaces. The fee calculated takes into account the TSX fee changes in 2011. Consolidated US fees are for Networks A, B (Last Sale and Bid Ask) and NASDAQ UTP. DOB fees were calculated for exchanges that charge a fee for their DOB products. Products included in our calculations were: NYSE ArcaBook, NYSE OpenBook, NYSE MKT OpenBook, NASDAQ TotalView, NASDAQ BX TotalView (for NASDAQ-listed securities) and NASDAQ PSX Total View. Weighted monthly averages were used in calculating the fees. Exchange rate was \$1 USD = \$0.9971 CAD as of Feb. 1, 2012.

Data sources: IIROC Marketshare by Marketplace Report, World Federation of Exchange, information provided by marketplaces, marketplaces websites, OSC calculations

Appendix F

Market Structure and Regulatory Framework for Market Data in the European Union

a. Market structure

Prior to 2007, traditional exchanges in Europe (called “regulated markets” in MiFID) controlled the trading of their own listed securities. To keep pace with technological development and to foster competition in the provision of services to investors and between trading venues, the EU adopted the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) that became effective in all EU member states in November 2007. The new set of rules opened traditional markets to competition from new types of trading venues, most importantly multilateral trading facilities (MTF) which are similar to ATs, systematic internalizers and crossing networks.

MiFID relies on three pillars: market access, transparency and best execution. MiFID abolished the option of a so-called ‘concentration rule’, meaning that retail orders had to be executed on a traditional exchange. Today, regulated markets (i.e. traditional exchanges), MTFs, and investment firms can offer their services across borders. MTFs have successfully captured a significant fraction of trading volume from traditional exchanges.

b. Rules governing the availability of market data

Transparency obligations require regulated markets and MTFs to publish order book information and executions on a timely basis.

c. Order Protection Rule

MiFID does not prohibit trade-throughs. In addition, European regulation does not establish a single data consolidator⁶¹ to provide comprehensive consolidated market information to investors.

d. Best execution rule

The best execution rule in the EU is similar to those in Canada and the United States. Under MiFID, best execution relies on factors such as cost, speed, likelihood of execution and settlement, and order size. Intermediaries (e.g. investment firms and brokers) that execute orders on behalf of their clients have to establish a best execution policy and their best execution policies and procedures have to be reviewed at least annually. However, the application of best execution with respect to multiple marketplaces differs in Europe in that dealers may ignore better prices on a non-regulated market provided this fact is disclosed to their clients.

⁶¹ Proposed amendments to MiFID (MiFID II) contemplate the creation of a post-trade consolidated tape to provide consolidated market data to investors.

Appendix G

Market Structure in Hong Kong and Brazil

Hong Kong

Capital markets in Hong Kong are regulated by the Securities and Futures Commission (SFC) established in 1989 as the frontline regulator of the securities and futures markets in Hong Kong. SFC derives its powers from the Securities and Futures Ordinance (SFO implemented in April 2003) and some subsidiary legislation. Under the SFO, Hong Kong Exchange (HKEx) is the sole recognized exchange controller in Hong Kong that owns and operates the only equities (HKSE) and futures exchange in Hong Kong and its related clearing houses. Trades conducted over automated trading services (ATSs) are only for foreign-listed securities. ATS trading accounts for less than 3%⁶² of trading volume in Hong Kong.

SFC regulates the fees charged by the exchange operator.⁶³ In deciding whether or not to approve a fee, SFC considers: (a) the domestic level of competition (if any) for the matter of which the fee is to be imposed; and, (b) the level of the fee (if any) charged by a similar body for the same or similar matter to which the fee relates to.

Brazil

The Brazilian capital markets and financial systems are regulated and monitored by the National Monetary Council, the Brazilian Central Bank and the Brazilian Securities and Exchanges Commission (CVM).

CVM was created by Law No. 6,385 of December 1976 and has nationwide jurisdiction over the securities markets. Subject to CVM's oversight is BM&FBOVESPA that was created in 2008, through the integration between the São Paulo Stock Exchange and the Brazilian Mercantile & Futures Exchange. It is the only securities, commodities and futures exchange in Brazil. Shares of companies listed on the BM&FBOVESPA cannot be traded simultaneously on the Brazilian OTC market. BM&FBOVESPA disseminates all trading data (pre- and post-trade) in real-time. The order book is organized and executed according to best price/time priority. The market data associated with these trades is made available through BM&FBOVESPA's market data feed facility to data vendors.

⁶² Source: Celent, Evolution of ATS, PTS and Crossing Networks Market Share in the Asia-Pacific Region.

⁶³ SFO, Cap 571 s.76 Fees to be approved by the Commission.

Appendix H
Literature Reviewed

Anderson, David. "Exchange Data." 2007. ScreenMarkets.

Bakos, Y. and Brynjolfsson, E. "Bundling Information Goods: Pricing, Profits and Efficiency," *Management Science*. Dec 1999.

Boulatov, Alex and Dierker, Martin. "Pricing Prices." European Finance Association 34th Annual Meeting. Aug 2007.

Brown-Hruska, Sharon and Ellig, Jerry. "Financial Markets as Information Monopolies?" *Regulation* 23.3 (2000).

Committee of European Securities Regulators. "Impact of MiFID on equity secondary markets functioning." Jun 2009.

Emmons, Willis. "Note on Pricing and Public Policy." Dec. 1993. Harvard Business School Publishing.

European Securities Markets Expert Group. "Fact finding regarding the availability of post-trade data in equities in the EU." Mar 2009.

Hitt, Lorin M. and Chen Pei-yu. "Bundling with Customer Self-Selection: A Simple Approach to Bundling Low Marginal Cost Goods" *Management Science* 51.10 (2005). 1481-1493.

Market Data Budgets webcast hosted by Inside Market Data Magazine. Dec 2011.

Rowady, E. Paul. "Real-Time Market Data: Circus of the Absurd." Jan 2012. Tabb Group.

Securities Litigation Consulting Group. "An Economic Study of Securities Market Data Pricing by Canadian Trading Venues." Jun 2011.

Securities Litigation Consulting Group. "An Economic Study of Securities Market Data Pricing by the Exchanges." Jul 2008.

US Securities and Exchange Commission. "Regulation of Market Information Fees and Revenues." Dec. 1999.

7.2.2. Publication

Aucune information.