

7.2

Réglementation de l'Autorité

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1 Consultation

Projet de règlement

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 32° et 34° et a. 331.2)

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

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, chapitre V-1.1, le règlement suivant dont le texte est publié ci-dessous, pourra être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 60 jours à compter de sa publication au Bulletin de l'Autorité :

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

Vous trouverez également ci-dessous le projet de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **24 mars 2025**, en s'adressant à :

Me Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour Cominar
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

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

Xavier Boulet
Analyste expert à la réglementation
Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
xavier.boulet@lautorite.qc.ca

Serge Boisvert
Coordonnateur expert à la réglementation
Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Kim Legendre
Analyste aux OAR
Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
kim.legendre@lautorite.qc.ca

Le 23 janvier 2025

Avis de consultation des ACVM

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

Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation

Le 23 janvier 2025

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) publions pour consultation le projet de *Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **règlement**) et le projet de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (l'**instruction générale**). Ces projets sont publiés pour une période de 60 jours afin de solliciter des commentaires. S'ils sont mis en œuvre, ils viendront modifier l'article 6.6.1 du règlement pour abaisser le plafond des frais de négociation active¹ applicable aux opérations sur les titres inscrits simultanément à la cote d'une bourse canadienne reconnue et d'une bourse inscrite aux États-Unis comme *national securities exchange* (les **titres intercotés aux États-Unis**), et ils apporteront des modifications connexes à l'instruction générale.

Les projets de modification du règlement et de l'instruction générale, ainsi que d'autres éléments d'information pertinents, sont publiés avec le présent avis et peuvent être consultés sur les sites Web des membres des ACVM, notamment :

www.lautorite.qc.ca
www.asc.ca
www.bcsc.bc.ca
<https://nssc.novascotia.ca/>
www.fcnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
www.mbsecurities.ca

Dans le cadre d'une initiative connexe, l'Organisme canadien de réglementation des investissements (l'**OCRI**) a publié pour consultation un projet visant à modifier l'alinéa (1) du paragraphe 6.1 des Règles universelles d'intégrité du marché (les **RUIM**) en vue d'harmoniser les échelons de cotation canadiens pour les titres intercotés aux États-Unis avec ceux applicables aux États-Unis (le **projet de modification des RUIM**)².

¹ Les frais de négociation active s'entendent des frais appliqués pour l'exécution d'un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur un marché en particulier.

² [Projet de modification concernant les échelons de cotation de l'OCRI](#).

Objet

Le projet de modification du règlement maintiendrait l'harmonisation du plafond des frais pour l'exécution d'un ordre visant un titre intercoté aux États-Unis dont le cours est égal ou supérieur à 1 \$ CA avec l'abaissement des plafonds des frais de négociation³ fixés aux États-Unis par la Securities and Exchange Commission (la SEC) le 18 septembre 2024 et qui devait initialement s'appliquer à compter du 3 novembre 2025. Le 12 décembre 2024, la SEC a annoncé une ordonnance prononçant le sursis partiel à l'instauration de ces règles jusqu'au contrôle judiciaire de ces modifications par la cour d'appel des États-Unis pour le circuit du district de Columbia.

S'ils étaient approuvés, les projets de modification du règlement et de l'instruction générale ainsi que le projet de modification des RUIM entreraient en vigueur à la date de la mise en œuvre des règles de la SEC ou le plus tôt possible par la suite. Les projets de modification du règlement et de l'instruction générale n'entreront pas en vigueur avant la levée du sursis de la SEC et la mise en œuvre de ces règles.

Contexte

Projets de modification de la SEC

Le 14 décembre 2022, la SEC a publié pour consultation quatre projets de modification de certains éléments fondamentaux de la structure du marché américain (les **projets de modification de la SEC**)⁴. Figuraient parmi les modifications proposées l'établissement d'échelons de cotation minimums variables (et moindres dans de nombreux cas) pour les titres (le **projet de modification de la SEC relatif au pas de cotation**)⁵ et, parallèlement, l'abaissement des plafonds des frais de négociation facturés aux États-Unis (le **projet de modification de la SEC relatif aux frais de négociation**).

Le personnel des ACVM et de l'OCRI a examiné les projets de modification de la SEC et évalué leurs incidences sur la structure des marchés canadiens des titres de capitaux propres. Dans l'[Avis 23-331 du personnel des ACVM et de l'OCRI, Consultation sur les projets relatifs à la structure du marché proposés par la SEC en décembre 2022 et leurs incidences possibles sur les marchés des capitaux du Canada](#) (l'**Avis 23-331**) publié en octobre 2023, il sollicitait le point de vue des intervenants sur certains aspects de ces projets, surtout sur leurs effets possibles sur les marchés des capitaux du Canada et sur les réponses réglementaires envisageables. Au total, 12 mémoires ont été acheminés. Le résumé des commentaires reçus en réponse à cet avis se trouve [ici](#).

³ Aux États-Unis, les frais de négociation sont appelés « frais d'accès ».

⁴ Pour de plus amples renseignements sur les quatre projets de modification de la SEC, consulter ce qui suit : [Regulation NMS: Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders](#), [Regulation Best Execution](#), [Disclosure of Order Execution Information](#) et [Order Competition Rule](#).

⁵ La Rule 612 de la SEC établit à un cent l'échelon de cotation minimum.

De manière générale, les intervenants étaient d'avis que les projets de modification de la SEC les plus pertinents pour les marchés des capitaux du Canada étaient ceux relatifs au pas de cotation et aux frais de négociation.

Compte tenu de l'interdépendance des marchés canadiens et américains des titres de capitaux propres, la plupart des intervenants estimaient que les échelons de cotation canadiens prévus par les RUIM de l'OCRI pour les titres intercotés aux États-Unis devraient être harmonisés avec les ceux prévus dans le projet de modification de la SEC relatif au pas de cotation une fois dans sa forme définitive. Par conséquent, l'OCRI a publié un avis lançant une consultation sur le projet de modification des RUIM.

En plus de l'abaissement des échelons de cotation minimums, les intervenants se sont largement prononcés en faveur de l'harmonisation des plafonds des frais de négociation sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres établis par le règlement avec ceux prévus par le projet de modification de la SEC relatif aux frais de négociation. C'est ce que les projets de modification du règlement et de l'instruction générale visent à accomplir.

Les ACVM publient également, à l'Annexe A du présent avis, un résumé détaillé des commentaires sur les projets de modification de la SEC relatifs au pas de cotation et aux frais de négociation abordés dans l'Avis 23-331. S'agissant des autres projets de modification de la SEC, soit ceux relatifs à la meilleure exécution, à la communication de l'information sur l'exécution des ordres et à la concurrence des ordres, la majorité des intervenants jugeait qu'ils n'étaient pas pertinents pour les marchés canadiens, ou que des analyses plus poussées s'imposaient avant que des modifications réglementaires soient proposées. Voir le [résumé des commentaires](#).

Règles définitives de la SEC

Le 18 septembre 2024, la SEC a pris les règles définitives concernant ses projets de modification relatifs au pas de cotation et aux frais de négociation. Celui sur les frais de négociation viendra, dans le cas des titres dont le cours est égal ou supérieur à 1 \$ US, abaisser le plafond des frais d'accès aux États-Unis à 0,001 \$ US l'action. Quant aux titres américains dont le cours est égal ou inférieur à 1 \$ US, le plafond des frais d'accès correspondra à 0,1 % du cours.

La SEC a également pris les règles définitives concernant son projet de modification relatif au pas de cotation. Selon le projet de modification des RUIM de l'OCRI, les échelons de cotation pour certains titres seront ajustés semestriellement aux fins d'harmonisation avec ceux qui s'appliquent sur les marchés aux États-Unis.

Résumé des projets de modification du règlement et de l'instruction générale

Le paragraphe 2 de l'article 6.6.1 du règlement sera modifié afin d'harmoniser le plafond des frais pour l'exécution d'un ordre visant un titre intercoté aux États-Unis dont le cours est égal ou supérieur à 1 \$ CA avec l'abaissement du plafond des frais d'accès par la SEC. Le plafond des frais de négociation de ces titres s'établira donc à 0,001 \$ CA l'action. Par ailleurs, l'article 6.4.1 de l'instruction générale fera l'objet de modifications connexes.

L'Annexe B présente le contexte entourant le régime canadien de plafonnement des frais de négociation.

Titres non intercotés aux États-Unis

Le projet de modification du règlement ne s'appliquera pas aux titres non intercotés aux États-Unis, c'est-à-dire les titres inscrits à la cote d'une bourse au Canada qui pourraient également l'être à celle d'une bourse étrangère autre qu'une *national securities exchange* inscrite aux États-Unis. Il existe actuellement une distinction intentionnelle quant aux plafonds des frais entre titres intercotés et non intercotés aux États-Unis. Quand les plafonds ont été proposés pour la première fois en 2016, un grand nombre d'intervenants craignaient que l'harmonisation avec les États-Unis donne lieu à des plafonds trop élevés qui ne refléteraient pas les cours moyens moins élevés des titres canadiens. Pour apaiser ces craintes, on a recommandé un plafond de frais de négociation moindre, établi à 0,0017 \$ CA, lequel a été approuvé pour les titres non intercotés aux États-Unis dont le cours est égal ou supérieur à 1 \$ CA⁶.

Dans leur réponse à l'Avis 23-331, certains intervenants ont recommandé que l'on envisage d'étendre l'abaissement des plafonds des frais aux titres non intercotés aux États-Unis. La plupart de ces intervenants ont toutefois déconseillé de le faire en l'absence d'analyses et de consultations approfondies. Dans ce contexte, puisqu'il importe de maintenir l'harmonisation entre les marchés canadiens et américains en ce qui concerne les titres intercotés aux États-Unis, il a été décidé de prioriser ces titres dans les projets de modification du règlement et de l'instruction générale.

Les ACVM entendent examiner les plafonds des frais applicables aux titres non intercotés aux États-Unis, mais ne proposent pour le moment aucun changement avant d'effectuer de plus amples analyses.

Modifications connexes

Le projet de modification du règlement renfermera les modifications connexes suivantes :

- 1) L'expression « titre intercoté » définie dans le règlement sera précisée par l'ajout de la mention « aux États-Unis » afin de l'harmoniser avec sa définition, laquelle n'englobe que des titres qui sont intercotés sur une *national securities exchange* inscrite aux États-Unis. En outre, cette modification rendra l'expression cohérente avec la définition analogue de ce terme dans le projet de modification des RUIM.
- 2) L'article 6.6.2 du règlement sera abrogé. Pour l'heure, il garantit qu'au moment où un titre cesse d'être intercoté aux États-Unis, les bourses disposent de suffisamment de temps pour réduire les frais de négociation, à la condition que ces derniers soient supérieurs au plafond des frais de négociation fixé pour les titres non intercotés aux États-Unis. Quand le projet de modification du règlement sera en vigueur, cet article deviendra

⁶ Voir l'avis de publication : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/23-101/2017-01-26/2017janv26-23-101-avis-publication-fr.pdf>.

caduc, car les frais de négociation applicables aux titres intercotés aux États-Unis seront dorénavant inférieurs au plafond s'appliquant aux titres non intercotés aux États-Unis.

Solutions de rechange aux projets de modification du règlement et de l'instruction générale

Les ACVM ont envisagé le maintien du plafond des frais de négociation actuel, mais il ne s'agit pas d'une solution viable, puisque des frais de négociation par action trop élevés pourraient fausser les calculs permettant de déterminer si le cours sur un marché est « meilleur » que sur un autre.

Vu la forte intégration des marchés canadien et américain des titres de capitaux propres et l'importance de l'activité de négociation sur ces titres inscrits à la cote tant au Canada qu'aux États-Unis, l'on craint les répercussions négatives que pourrait avoir sur le marché canadien l'établissement d'un plafond sur les frais de négociation des titres intercotés aux États-Unis qui différerait considérablement des exigences réglementaires analogues dans ce pays. Les réponses à l'Avis 23-331 sont venues renforcer notre point de vue.

Le projet de modification du règlement permettra de préserver l'harmonisation des plafonds des frais de négociation au Canada avec les plafonds des frais d'accès aux États-Unis pour les titres intercotés aux États-Unis dont le cours est égal ou supérieur à 1 \$ CA. Il est donc nécessaire au maintien de la compétitivité des marchés des capitaux au Canada, pour éviter que des frais de négociation moindres aux États-Unis incitent les courtiers canadiens à transférer leurs flux d'ordres sur ces titres vers les marchés américains.

Questions en vue de la consultation

Question 1 :

- a) Appuyez-vous la proposition d'harmoniser le plafond des frais pour l'exécution d'un ordre visant un titre intercoté aux États-Unis dont le cours est égal ou supérieur à 1 \$ CA avec le plafond des frais d'accès réduit de la SEC :
 - i) à 0,0010 \$ CA, comme proposé ci-dessus, sans égard au taux de change en vigueur;
 - ii) à 0,0014 \$ CA, ce qui se rapproche du plafond des frais d'accès instauré par la SEC en tenant compte du taux de change (0,0010 \$ US x 1,44)⁷?
- b) Êtes-vous plutôt d'avis que le plafond des frais d'accès pour les titres intercotés aux États-Unis devrait être harmonisé avec le plafond actuellement applicable à l'égard des titres non intercotés aux États-Unis (0,0017 \$ CA)?
- c) Privilégiez-vous une autre solution qui n'est pas énoncée ci-dessus?

Veuillez étayer votre réponse.

Question 2 : La compétitivité des marchés des capitaux du Canada serait-elle amoindrie si les plafonds des frais de négociation n'étaient abaissés que pour les titres intercotés aux États-Unis? Veuillez étayer votre réponse.

⁷ À la date de la publication, le taux de change \$ CA / \$ US est d'environ 1,44.

Question 3 : Les plafonds des frais de négociation devraient-ils s'appliquer aux frais versés pour les ordres passifs sur les marchés inversés (preneur-teneur)? Veuillez étayer votre réponse. Quels seraient les coûts et les avantages de l'instauration de ces plafonds sur ces marchés?

Question 4 : Les règles définitives prises par la SEC le 18 septembre 2024 interdisent aux *national securities exchanges* d'imposer des frais ou d'offrir un rabais pour l'exécution d'un ordre sur un titre du système NMS, sauf si le montant des frais ou du rabais peut être établi au moment de l'exécution. Y a-t-il lieu d'opter pour une formule similaire au Canada? Expliquez pourquoi.

Coûts et avantages prévus des projets de modification du règlement et de l'instruction générale

Le personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la **CVMO**) a effectué une analyse coûts-avantages des projets de modification du règlement et de l'instruction générale. Dans le cadre de cette analyse, il a sollicité les commentaires d'exploitants de marché canadiens au sujet des dépenses que chacun des marchés pourrait avoir à engager pour mettre en œuvre les projets.

En résumé, il est attendu que les marchés devront assumer des dépenses mineures pour se conformer au projet de modification du règlement, soit entre 5 700 \$ et 10 700 \$ par entité. Il est également à prévoir que la réduction du plafond des frais de négociation pourrait engendrer une contraction du total des frais perçus par les marchés de l'ordre de 101 millions de dollars et, dès lors, en fonction de la différence dégagée entre les frais et les rabais, entraîner un recul de leurs revenus. Toutefois, cette différence ne devrait pas varier considérablement, car la diminution des rabais sur les ordres passifs (101 millions de dollars) devrait contrebalancer la baisse des frais perçus. Bien que nous ne soyons pas en mesure de quantifier l'incidence d'un grand nombre des avantages liés au projet de modification du règlement, il est raisonnable de penser que ces avantages seront proportionnés aux coûts estimés, dans la mesure où ces projets maintiennent la position concurrentielle relative des marchés canadiens et américains.

Documents non publiés

Pour rédiger les projets de modification du règlement et de l'instruction générale, nous n'avons utilisé aucune étude ni aucun document ou rapport important non publié.

Points d'intérêt local

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

Annexes

- Annexe A – Résumé des réponses à l'Avis 23-331 relativement aux projets de la SEC concernant le pas de cotation et les frais de négociation

- Annexe B – Contexte entourant la réglementation du plafonnement des frais de négociation au Canada

Pouvoir réglementaire

Dans chacun des territoires membres des ACVM, la législation en valeurs mobilières prévoit le pouvoir réglementaire concernant l'objet du projet de modification du règlement.

Transmission des commentaires

Nous invitons les intéressés à formuler des commentaires sur les projets de modification du règlement et de l'instruction générale et à répondre aux questions se trouvant sous la rubrique « Questions en vue de la consultation ». Veuillez transmettre vos commentaires par courriel en format Microsoft Word au plus tard le 24 mars 2025.

Nous ne pouvons en préserver la confidentialité parce que la législation en valeurs mobilières exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Tous les commentaires seront affichés sur le site Web de l'Alberta Securities Commission au www.asc.ca, sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.ca et sur celui de l'Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca. Nous invitons donc les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe de préciser en quel nom le mémoire est présenté.

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

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

Veuillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres autorités.

M^e Philippe Lebel
 Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
 Autorité des marchés financiers
 Place de la Cité, tour PwC

2640, boulevard Laurier, bureau 400
 Québec (Québec) G1V 5C1
 Télécopieur : 514 864-8381
 Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20, Queen Street West
 22nd Floor
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : 416 593-2318
 Courriel : <mailto:comment@osc.gov.on.ca>

Questions

Veillez adresser vos questions à l'une des personnes suivantes :

Xavier Boulet
 Analyste expert à la réglementation
 Direction de l'encadrement des activités de
 négociation
 Autorité des marchés financiers
xavier.boulet@lautorite.qc.ca

Serge Boisvert
 Coordonnateur expert à la réglementation
 Direction de l'encadrement des activités de
 négociation
 Autorité des marchés financiers
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Kim Legendre
 Analyste aux OAR
 Direction de l'encadrement des activités de
 négociation
 Autorité des marchés financiers
kim.legendre@lautorite.qc.ca

Tim Baikie
 Senior Legal Counsel, Trading & Markets
 Commission des valeurs mobilières de
 l'Ontario
tbaikie@osc.gov.on.ca

Alex Petro
 Trading Specialist, Trading & Markets
 Commission des valeurs mobilières de
 l'Ontario
apetro@osc.gov.on.ca

Mark Delloro
 Senior Accountant, Trading & Markets
 Commission des valeurs mobilières de
 l'Ontario
mdelloro@osc.gov.on.ca

Jesse Ahlan
 Senior Regulatory Analyst, Market
 Structure
 Alberta Securities Commission
jesse.ahlan@asc.ca

Navdeep Gill
 Senior Legal Counsel
 British Columbia Securities Commission
NGill@bcsc.bc.ca

Michael Grecoff
 Securities Market Specialist

British Columbia Securities Commission
MGrecoff@bcsc.bc.ca

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES RÉPONSES À L'AVIS 23-331 RELATIVEMENT AUX PROJETS DE LA SEC CONCERNANT LE PAS DE COTATION ET LES FRAIS DE NÉGOCIATION

Liste des intervenants

1. Bourse des valeurs canadiennes
2. BMO Marchés des capitaux
3. Virtu Financial
4. Valeurs Mobilières TD
5. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM)
6. Canadian Security Traders Association, Inc. (CSTA)
7. Services bancaires et marchés mondiaux – Banque Scotia
8. Tradelogiq
9. Groupe TMX
10. Cboe
11. Nasdaq CXC Limited
12. Banque Nationale Marchés financiers

Résumé des commentaires

Question 1 : Si la SEC adopte sa règle dans la forme proposée, veuillez donner votre avis sur l'éventualité que le Canada harmonise la sienne, notamment sur les plans suivants :

- a) le mode de calcul des échelons de cotation minimums, y compris la source des données (quels marchés et quelle entité seraient responsables du calcul) et les périodes de calcul;**
- b) les titres visés par les échelons de cotation modifiés pour le Canada (par exemple les titres intercotés seulement ou toutes les catégories de titres, de fonds négociés en bourse et d'autres titres cotés, ou certaines d'entre elles);**
- c) le traitement des cas où l'application d'un mode de calcul harmonisé donnerait lieu à des échelons de cotation différents au Canada et aux États-Unis pour un titre intercoté (c'est-à-dire lorsque les écarts cotés moyens pondérés en fonction du temps au Canada sont différents de ceux aux États-Unis pour le même titre).**

- a)**
 - Certains intervenants se sont dits en faveur de l'harmonisation du mode de calcul des échelons de cotation minimums utilisé par les autorités en valeurs mobilières canadiennes et américaines.
 - Un intervenant a affirmé que les bourses d'inscription canadiennes devraient indiquer les titres intercotés qui sont touchés et par conséquent soumis à une réduction du pas de cotation – par exemple, au moyen de messages de début de journée portant sur l'état des titres.

- b)**
 - La grande majorité des intervenants appuyaient l'harmonisation des échelons de cotation pour les titres intercotés; pas un seul ne s'est opposé catégoriquement à l'harmonisation pour les titres intercotés aux États-Unis. S'agissant des titres non intercotés aux États-Unis, la plupart des intervenants ont recommandé la plus grande prudence, ou se sont opposés fermement à l'harmonisation des échelons de cotation. Seul un intervenant était favorable à cette harmonisation.

- c)**
 - Un intervenant considérait que si les autorités en valeurs mobilières n'arrivent pas à harmoniser leurs ensembles de données, celles du Canada devraient substituer les données de la SEC aux données canadiennes.
 - Un autre intervenant a fait valoir que si des échelons de cotation différents étaient établis pour les titres intercotés aux États-Unis, l'échelon sélectionné pour le Canada devrait être le plus petit des suivants : 1) l'échelon américain ou 2) l'échelon déterminé selon le mode de calcul canadien.

Question 2 : Si les règles canadiennes relatives aux échelons de cotation minimums n'étaient pas modifiées en réponse au projet de modification de la règle de la SEC :

- a) les participants au marché diminueraient-ils leurs flux d'ordres vers les marchés canadiens au profit des plateformes de négociation américaines?**

<p>b) est-ce que la différence entre la valeur du dollar canadien et celle du dollar américain constitue un facteur dans votre analyse?</p>
<p>a)</p> <ul style="list-style-type: none"> • La plupart des intervenants estimaient que le flux d'ordres vers les marchés canadiens diminuerait si les obligations canadiennes n'étaient pas harmonisées avec celles prévues par le projet de modification de la SEC. • Deux intervenants ont exprimé des doutes quant au recul du flux d'ordres vers les marchés canadiens, et un autre a demandé que soit menée une étude plus approfondie fondée sur les données.
<p>b)</p> <ul style="list-style-type: none"> • La vaste majorité des répondants à cette question voyait d'un mauvais œil l'idée d'aborder la question des échelons de cotation et des frais d'accès sous l'angle du taux de change. De façon générale, les intervenants préféraient que ces échelons soient harmonisés le plus largement possible.
<p>Question 3 : Des préoccupations ont été émises sur les enjeux suivants :</p> <p>a) la résilience opérationnelle et l'état de préparation des systèmes dans l'éventualité d'une hausse du nombre d'échelons de cotation, surtout s'ils étaient rajustés périodiquement pour chaque titre;</p> <p>b) l'accroissement de la quantité de messages (soit ceux concernant les opérations et les ordres transmis par voie électronique) découlant de l'augmentation du nombre d'échelons de cotation.</p> <p>Veillez exprimer votre avis sur ces enjeux.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • La majorité des intervenants partageait ces préoccupations. Toutefois, de l'avis général, les avantages de l'harmonisation des échelons de cotation pour les titres intercotés aux États-Unis l'emportaient sur les risques liés à la technologie. Un intervenant a avancé que les autorités en valeurs mobilières devraient fournir suffisamment de temps aux intervenants du secteur pour ajuster leur technologie à des échelons de cotation moindres.
<p>Question 4 : Certains affirment que tout projet canadien de modification des échelons de cotation minimums complexifierait la gestion des ordres. Veuillez exposer votre avis à cet égard, et notamment sur les questions suivantes :</p> <p>a) la complexité liée à la fréquence de variation des échelons;</p> <p>b) les délais nécessaires entre l'établissement et la mise en œuvre de nouveaux échelons, aussi bien initialement que par la suite;</p> <p>c) les défis que poserait la gestion des ordres existants saisis sur les marchés à des cours dotés d'échelons de cotation devenus invalides (particulièrement dans le cas des ordres d'investisseurs individuels assortis de dates d'expiration éloignées (c'est-à-dire les ordres à révocation, communément appelés « GTC » en anglais));</p> <p>d) les défis de sensibilisation des investisseurs liés à un changement dans l'approche à l'égard des échelons de cotation minimums.</p>

- Certains intervenants estimaient qu'un tel projet de modification canadien complexifierait la gestion des ordres.
- D'autres étaient d'avis que les ordres à révocation pourraient devoir être révisés, voire annulés.
- En ce qui concerne le calendrier de mise en œuvre, un intervenant préférerait que les changements soient apportés de façon prévisible et peu fréquente, au besoin, et un autre préconisait l'étalement de la mise en œuvre.
- Un intervenant a fait part de ses réserves quant aux délais : selon le projet de modification de la SEC, le calcul, la diffusion et la modification des pas de cotation devraient tous avoir lieu entre la clôture de la journée et l'ouverture de la suivante. Un délai aussi serré pourrait nuire à la capacité des marchés à effectuer des tests et un contrôle de la qualité adéquats. En outre, les courtiers pourraient manquer de temps pour analyser et régler les enjeux de gestion des ordres avec leurs clients.
- Des intervenants considéraient que la sensibilisation des investisseurs liée à un changement dans l'approche à l'égard des échelons de cotation minimums pourrait constituer un défi.

Question 5 : Puisque la modification des échelons de cotation au Canada aurait une incidence sur l'établissement du « meilleur cours » en vertu des RUIM, croyez-vous que les « participants » (au sens de l'article 1.1 des RUIM) pourraient quand même améliorer les cours de manière appréciable lorsque le « meilleur cours » est requis?

- Certains intervenants suggéraient de ne pas changer la définition de « meilleur cours » figurant dans les RUIM.
- D'autres étaient d'avis qu'avec la modification des échelons de cotation, l'amélioration appréciable des cours demeurerait tout de même possible. À l'inverse, un intervenant estimait qu'un « meilleur cours » à des échelons inférieurs à un cent est presque négligeable et qu'il ne constituerait pas une amélioration appréciable.
- D'autres intervenants ont exprimé diverses opinions :
 - Un intervenant a recommandé que soit redéfinie la notion de « meilleur cours » pour en faire une valeur absolue (par action), selon le cours de l'action et la quantité potentielle visée par l'ordre. En outre, tout ordre affiché qui ne réalise pas le « meilleur cours » par rapport aux échelons de cotation arrondis devrait perdre la protection dont il est assorti.
 - Un intervenant a fait valoir que le maintien d'une norme générale unique faisant du « meilleur cours » le montant d'amélioration du meilleur cours coté serait simple et pratique, mais qu'il était ouvert à la mise en place d'un seuil plus élevé.
- Un intervenant a prié les autorités en valeurs mobilières d'examiner les principes réglementaires qui sous-tendent l'établissement du « meilleur cours », et de déterminer si de plus petits échelons de cotation permettraient tout de même une amélioration appréciable des cours.

Question 6 : Veuillez donner votre avis sur les retombées (favorables et défavorables) attendues de la variation des échelons de cotation minimums, y compris sur le plan du

volume prévu de titres cotés à chaque échelon. Veuillez aussi exposer votre point de vue sur les paramètres à utiliser pour déterminer si une nouvelle approche en matière d'échelons de cotation minimums donne des résultats avantageux ou non.

- Un certain nombre d'intervenants avaient divers points de vue sur les retombées attendues de la variation des échelons de cotation minimums :
 - Au chapitre des retombées favorables :
 - plusieurs intervenants ont fait observer que l'abaissement des échelons de cotation minimums entraînera un resserrement de l'écart acheteur-vendeur, ce qui viendra réduire les frais d'exécution sur les opérations institutionnelles;
 - un intervenant prévoyait une augmentation probable du volume d'opérations;
 - un intervenant a affirmé que l'abaissement des échelons de cotation minimums pourrait accroître la précision des processus de formation des cours pour un petit nombre de titres limités par le pas de cotation;
 - deux intervenants ont avancé que l'harmonisation des échelons de cotation minimums avec ceux applicables aux États-Unis permettrait au marché canadien de maintenir sa compétitivité par rapport au marché américain.
 - Quant aux retombées défavorables :
 - certains intervenants étaient d'avis que la réduction du pas de cotation entraînerait une baisse du volume des titres cotés au meilleur cours acheteur et vendeur national (en anglais, NBBO);
 - des intervenants ont relevé des enjeux potentiels liés à l'accroissement de la quantité des messages, tels que l'effritement de la capacité des courtiers plus lents à coter et à négocier passivement proche du cours, la mise à niveau nécessaire de l'infrastructure et l'augmentation des coûts pour les intervenants du secteur;
 - deux intervenants ont soutenu que les tailles proposées de pas de cotation sont trop faibles, ce qui donnera lieu à des cotations oscillantes, à une instabilité accrue des cours, à une agrégation moindre de la liquidité, à un élargissement des écarts, à une plus grande fragmentation du marché et, au bout du compte, à un affaiblissement du NBBO;
 - un intervenant a mis en garde contre le rétrécissement de la tête du registre, les inconvénients pour les fournisseurs de liquidité de la perte de priorité dans la file d'attente, la gestion plus difficile des transactions hors cours en raison de l'amincissement des échelons de cotation, et l'actualisation accélérée des cours.
- Certains intervenants ont proposé le recours aux paramètres ci-dessous pour apprécier l'incidence de la variation des échelons de cotation minimums :
 - la quantité de messages;
 - les volumes échangés (par exemple, à l'intérieur de l'écart par rapport au volume courant; à la tête du registre; à l'intérieur d'un écart de un seul

échelon; selon une comparaison des titres intercotés aux États-Unis entre le Canada et les États-Unis);

- les taux et les temps d'exécution ou d'annulation des ordres;
- la taille moyenne des ordres affichés et la profondeur du marché;
- le ratio volume de négociation affiché sur non affiché;
- l'incidence sur le marché pour les participants;
- la stabilité et la volatilité du cours des actions.

Un intervenant a fait remarquer qu'il peut être difficile de déterminer les paramètres appropriés en raison du nombre élevé de variables en jeu et que, par conséquent, il se pourrait que les indicateurs doivent évoluer au fil du temps et être réévalués régulièrement.

Question 7 : Croyez-vous qu'une limite devrait également s'appliquer aux barèmes de droits « preneur-teneur »? Dans l'affirmative, devrait-elle être différente?

- Certains intervenants étaient favorables à l'application d'une limite aux barèmes de droits « preneur-teneur », tandis que quatre intervenants s'y opposaient dans ces circonstances.
- Deux intervenants ont insisté sur le fait que, selon eux, le plafond des frais d'accès prévu par la Rule 610 de la Regulation NMS ne devrait s'appliquer qu'aux droits à verser pour accéder à la liquidité (en retirer), et non aux rabais offerts pour en retirer ou aux droits exigés pour en apporter.
- Un intervenant était d'avis que le niveau de distorsion acceptable induite par les rabais doit être limité symétriquement sur les marchés classiques et les marchés inversés.

Question 8 : Généralement, le montant exact des droits ou du rabais sur un ordre ne peut être établi qu'après son exécution puisque les marchés déterminent les réductions ou les crédits à la fin du mois en fonction des activités de négociation du participant au cours du mois. Afin qu'il soit possible de calculer le coût total d'une opération au moment de l'exécution, la SEC propose aussi d'exiger que les droits et les rabais soient déterminables à ce moment. Les plateformes de négociation des États-Unis seraient tenues de fixer des seuils ou des paliers de volume en fonction du volume atteint au cours d'une période donnée avant le calcul des droits ou des rabais pour que les participants aux marchés puissent déterminer ceux qui s'appliquent à un ordre au moment de son exécution.

Y a-t-il lieu d'opter pour une formule similaire au Canada? Expliquez pourquoi.

- Certains intervenants se sont exprimés en faveur de cette obligation, et d'autres s'y sont opposés.

Question 9 : Si la SEC plafonne les droits à payer comme proposé, veuillez donner votre avis sur l'approche à adopter au Canada à cet égard, notamment sur les plans suivants :

- a) l'harmonisation avec une règle modifiée de la SEC, notamment en ce qui concerne l'application aux titres intercotés et à ceux qui ne le sont pas;
- b) la méthode de calcul employée, y compris quant aux aspects suivants :

- i) l'application à l'ensemble des titres, sans égard à leur cours;**
ii) l'introduction d'un plafond tenant compte du pas de cotation, de manière similaire à la méthode proposée par la SEC;
iii) l'établissement d'un plafond sous forme de pourcentage pour les titres dont le cours est inférieur à 1,00 \$ CA.

- Un grand nombre d'intervenants jugeaient utile d'harmoniser les plafonds des frais avec ceux fixés par la règle modifiée de la SEC en ce qui concerne les titres intercotés aux États-Unis.
- Certains intervenants ont recommandé que l'on envisage d'étendre l'abaissement des plafonds des frais aux titres non intercotés aux États-Unis. La plupart de ces intervenants ont toutefois déconseillé de le faire en l'absence d'analyses et de consultations approfondies.
- Un intervenant estimait que s'il était décidé de réduire la taille des pas de cotation pour les titres canadiens non intercotés aux États-Unis, les frais d'accès devraient être plafonnés à 50 % de la valeur prévue par la Regulation NMS pour le même échelon de cotation. De même, les frais d'affichage de la liquidité sur les marchés inversés devraient être limités au plafond des frais d'accès pour une même action.
- Un intervenant a avancé ce qui suit :
 - si la SEC abaisse les frais d'accès et le pas de cotation minimums, le plafond des frais au Canada pour les titres intercotés aux États-Unis devrait être harmonisé avec celui des titres non intercotés aux États-Unis, qui se chiffre actuellement à 0,0017 \$ CA, ou être plus élevé, si le plafond de la SEC est égal ou supérieur à ce montant;
 - si la SEC abaisse le pas de cotation minimum, mais maintient les frais d'accès minimums actuels, les autorités en valeurs mobilières du Canada devraient hausser le plafond des frais pour les titres non intercotés aux États-Unis à 0,0030 \$ CA pour l'harmoniser avec celui des titres intercotés aux États-Unis;
 - si la SEC maintient le pas de cotation minimum actuel, mais abaisse le plafond des frais d'accès, le plafond des frais au Canada pour les titres intercotés aux États-Unis devrait être harmonisé avec celui des titres non intercotés aux États-Unis, qui est actuellement de 0,0017 \$ CA, ou être plus élevé, si le plafond de la SEC est égal ou supérieur à ce montant;
 - si la SEC maintient les frais d'accès et le pas de cotation minimums actuels, les plafonds des frais pour les titres non intercotés aux États-Unis devraient être haussés pour les harmoniser avec ceux des titres intercotés aux États-Unis.

ANNEXE B

CONTEXTE ENTOURANT LA RÉGLEMENTATION DU PLAFONNEMENT DES
FRAIS DE NÉGOCIATION AU CANADA

L'article 6.6.1 du règlement établit les plafonds des frais de négociation active pour les titres (y compris les parts de fonds négociés en bourse (les **FNB**)). En 2016, ils étaient initialement fixés à 0,0030 \$ CA par action négociée aux enchères en continu et à un cours égal ou supérieur à 1 \$ CA, et à 0,0004 \$ CA par action à un cours inférieur à 1 \$ CA⁸. Le plafonnement des frais a été imposé par crainte que les marchés profitent du régime de protection des ordres (le **RPO**)⁹ pour facturer des frais élevés pour l'exécution des ordres qui doivent leur être acheminés afin de respecter le RPO, quels que soient ceux exigés par le marché affichant l'ordre au meilleur cours¹⁰. Les ACVM l'ont prescrit pour tous les marchés visibles, y compris ceux qui n'étaient pas protégés (et, par conséquent, auxquels l'accès n'était pas nécessaire en application du RPO), car elles ont déterminé, pour des raisons d'équité, qu'il y avait lieu d'appliquer les plafonds uniformément et elles craignaient également que les frais demandés et les rabais offerts par les marchés non protégés soient à des niveaux encourageant des activités de négociation inappropriées, ce qui pourrait altérer l'intégrité du marché. En outre, bien que le RPO ne s'applique pas aux marchés non protégés, les courtiers pourraient devoir y accéder pour s'acquitter de leurs obligations en matière de meilleure exécution.

Le plafond des frais de 0,0030 \$ CA correspondait à celui qui s'appliquait alors aux marchés américains en vertu de la Rule 612 de la SEC. Ce plafond représentait le montant de référence adopté aux États-Unis pour l'application d'obligations analogues de protection des ordres.

Titres au cours inférieur à 1 \$ CA

En ce qui concerne le plafonnement des frais de négociation active des titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$ CA, les ACVM ont envisagé d'utiliser le plafond américain, soit 0,3 % de la valeur négociée. Cependant, la comparaison des frais facturés par les marchés pour ces titres a révélé qu'ils étaient déjà pour la plupart inférieurs à ceux qui auraient été demandés si le plafond américain était appliqué. En outre, l'imposition d'un plafond exprimé en pourcentage de la valeur négociée s'éloignait des pratiques classiques, la facturation des opérations sur titres se faisant par action ou par part. Par conséquent, il a été déterminé que ce plafond devait correspondre au taux le plus élevé facturé à l'époque, soit 0,0004 \$ CA par action ou par part négociée. Il demeure pertinent de ne pas instaurer un plafond analogue à celui mis en œuvre aux États-Unis pour les opérations sur les titres dont le cours est inférieur à 1 \$ CA.

⁸ Voir l'avis de publication : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/23-101/2016-04-07/2016avril07-23-101-avis-publication-fr.pdf>.

⁹ Voir la partie 6 du règlement.

¹⁰ Voir l'Avis de consultation des ACVM, *Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/23-101/2014-05-15/2014mai15-23-101-avis-cons-fr.pdf> (15 mai 2014).

Titres non intercotés aux États-Unis

Pour apaiser les craintes selon lesquelles le plafond des frais de 0,0030 \$ CA applicables aux titres non intercotés aux États-Unis¹¹ (dont les cours sont généralement moindres que ceux des titres intercotés) semblait élevé, les frais à l'égard des titres non intercotés aux États-Unis dont le cours était égal ou supérieur à 1 \$ CA ont été plafonnés à 0,0017 \$ CA par action en 2017, et ce, afin de veiller à ce que les frais de négociation reflètent la valeur du titre négocié. Le plafond de 0,0030 \$ CA pour les titres intercotés aux États-Unis équivalait à 1,2 point de base de leur cours moyen pondéré en fonction du volume. Le plafond de 0,0017 \$ CA était l'équivalent, en points de base, du cours moyen pondéré en fonction du volume des titres non intercotés aux États-Unis.

Barèmes de frais « teneur-preneur » et « preneur-teneur »

Les plafonds des frais ne s'appliquent qu'aux barèmes de frais « teneur-preneur »¹², et non aux marchés inversés (« preneur-teneur »), ces derniers ne comportant pas le même risque que des frais excessifs soient facturés en vertu du RPO à des clients captifs. Les frais demandés par les marchés pour afficher ou fournir de la liquidité n'auront aucune incidence directe sur le courtier devant interagir avec un ordre passé sur ces marchés pour se conformer au RPO ou à l'obligation de meilleure exécution; le courtier recevra un rabais ou bien ne se verra pas facturer de frais¹³. Étant donné que les fournisseurs de liquidités ne sont pas tenus d'afficher des ordres sur les marchés inversés, les ACVM estiment que les forces concurrentielles viendront limiter les frais pouvant être exigés par ces marchés.

¹¹Les titres, y compris les parts de FNB, qui ne sont pas également inscrits à la cote d'une *national securities exchange* inscrite en vertu de l'article 6 de la Loi de 1934.

¹² Selon le barème de frais de négociation « teneur-preneur », des frais sont imposés pour l'exécution d'un ordre qui retire de la liquidité d'un registre d'ordres, et un rabais est consenti au fournisseur de liquidité pour la même opération.

¹³Les frais auraient une incidence indirecte sur les rabais.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 23-101 SUR LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 32° et 34°)

1. L'article 6.6.1 du Règlement 23-101 sur les règles de négociation (chapitre V-1.1, r. 6) est modifié :

1° par l'insertion, dans le paragraphe 1 et après « titre intercoté », de « aux États-Unis »;

2° dans le paragraphe 2 :

a) dans le sous-paragraphe a;

i) par l'insertion, dans ce qui précède le sous-paragraphe *i* et après « titre intercoté », de « aux États-Unis »;

ii) par le remplacement, dans le sous-paragraphe *i*, de « 0,0030 \$ » par « 0,0010 \$ »;

b) par l'insertion, dans le sous-paragraphe *b* et après « titre intercoté », de « aux États-Unis »;

3° par l'insertion, dans le paragraphe 3 et après « titres intercotés », de « aux États-Unis ».

2. L'article 6.6.2 de ce règlement est abrogé.

3. Date d'entrée en vigueur

Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 23-101 SUR LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

1. L'article 6.4.1 de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* est remplacé par le suivant :

« 6.4.1. Frais de négociation

L'article 6.6.1 plafonne les frais qu'un marché assujéti à l'article 7.1 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* peut exiger pour l'exécution d'un ordre contre un ordre affiché sur le marché. Le plafond des frais de négociation prévu au sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1 est différent pour les titres intercotés aux États-Unis (c'est-à-dire les titres inscrits à la cote d'une bourse reconnue et d'une *national securities exchange* aux États-Unis d'Amérique) dont le cours est supérieur ou égal à 1 \$. Les paragraphes 3 et 4 de cet article prévoient une procédure pour garantir la transparence de l'état des titres intercotés aux États-Unis qui oblige la bourse reconnue à publier trimestriellement une liste de tous les titres en question qui sont inscrits à sa cote au plus tard sept jours après la fin de chaque trimestre. Pour l'établir, elle peut s'en remettre aux déclarations des émetteurs assujettis sur leur état. ».

Draft Regulation

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, pars. (32) and (34), and s. 331.2)

Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, chapter V-1.1, the following Regulation, the text of which is published hereunder, may be made by the Authority and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 60 days have elapsed since its publication in the Bulletin of the Authority:

- *Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules.*

Draft changes to *Policy Statement 23-101 respecting Trading Rules* are also published hereunder.

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing by **March 24, 2025**, to the following:

Me Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour Cominar
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Fax : (514) 864-6381
E-mail : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Further information

Further information is available from:

Xavier Boulet
Senior Policy Advisor
Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
xavier.boulet@lautorite.qc.ca

Serge Boisvert
Senior Policy Coordinator
Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Kim Legendre
SRO Analyst
Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
kim.legendre@lautorite.qc.ca

January 23, 2025

CSA Notice of Consultation

Draft Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules

Draft Changes to Policy Statement 23-101 respecting Trading Rules

January 23, 2025

Introduction

The Canadian Securities Administrators (the **CSA** or **we**) are publishing for comment draft *Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (**Regulation 23-101**) (**Draft Amendments**) and accompanying draft changes to *Policy Statement 23-101 respecting Trading Rules* (**Policy Statement 23-101**) (**Draft Policy Statement Changes**). The Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes are being published for a 60-day comment period to solicit feedback and, if adopted, will amend section 6.6.1 of Regulation 23-101 to lower the active trading fee cap¹ applicable to trades in securities that are listed on both a Canadian recognized exchange and a U.S. registered national securities exchange (**U.S. Inter-listed Securities**) and make related changes to Policy Statement 23-101.

We are publishing the text of the Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes with this notice, together with certain other relevant information. The text of the Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes will also be available on the websites of the CSA jurisdictions, including:

www.lautorite.qc.ca
www.asc.ca
www.bcsc.bc.ca
<https://nssc.novascotia.ca/>
www.fcnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
www.mbsecurities.ca

In a related initiative, the Canadian Investment Regulatory Organization (**CIRO**) published for comment a proposal to amend subsection 6.1(1) of the Universal Market Integrity Rules (**UMIR**) to align Canadian trading increments for U.S. Inter-listed Securities with U.S. market trading increments (**Proposed UMIR Amendments**).²

¹ An active trading fee refers to the fee applied for executing an order that was entered to execute against a displayed order on a particular marketplace.

² [CIRO's Proposed Amendments Respecting Trading Increments](#)

Substance and Purpose

The Draft Amendments would continue to align the maximum fee for executing an order involving a U.S. Inter-listed Security priced at CAD 1.00 or more with the reduced trading³ fee caps adopted by the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) on September 18, 2024 and originally planned to be implemented on November 3, 2025. On December 12, 2024, the SEC announced an order granting a partial stay on the implementation of the rules pending judicial review of the proposals by the United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit.

If approved, it is intended that the Draft Amendments, Draft Policy Statement Changes and Proposed UMIR Amendments would come into force on the implementation date for the SEC rules or as soon as practicable thereafter. The Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes will not come into effect before the SEC's stay is lifted and its rules are implemented.

Background

SEC Proposed Amendments

On December 14, 2022, the SEC published for comment four proposals to change certain fundamental elements of U.S. market structure (**SEC Proposed Amendments**).⁴ Among these were proposals to establish a variable (and in many cases smaller) minimum trading increment for securities (**SEC Tick Size Proposal**)⁵ and, in conjunction, reduce the trading fee caps charged in the U.S. (**SEC Trading Fee Proposal**).

CSA and CIRO staff reviewed the SEC Proposed Amendments and considered their impact on Canadian equity market structure. In October 2023, the CSA and CIRO sought feedback from stakeholders in joint [CSA/CIRO Staff Notice 23-331 Request for Feedback on December 2022 SEC Market Structure Proposals and Potential Impact on Canadian Capital Markets \(Staff Notice 23-331\)](#). The purpose of Staff Notice 23-331 was to solicit views and to seek comments on certain aspects of the SEC Proposed Amendments, with a focus on the potential impacts on Canadian capital markets and potential policy responses. Twelve comment letters were received. A summary of comments can be found [here](#).

Generally, commenters were of the view that the most pertinent SEC Proposed Amendments to the Canadian capital markets were the SEC Tick Size Proposal and the SEC Trading Fee Proposal.

Given the interconnectedness of U.S. and Canadian equity markets, most commenters were of the view that Canadian trading increments for U.S. Inter-listed Securities, contained in CIRO's

³ In the U.S., trading fees are known as access fees.

⁴ For background on the four SEC Proposals, refer to the following: [Regulation NMS: Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders](#); [Regulation Best Execution](#); [Disclosure of Order Execution Information](#); [Order Competition Rule](#)

⁵ SEC Rule 612 sets a minimum trading increment of one cent.

UMIR, should be harmonized with the SEC Tick Size Proposal as finalized. As such, in a related notice, CIRO published for comment the Proposed UMIR Amendments.

In conjunction with the reduction of the minimum trading increments, commenters also broadly supported harmonizing Canadian equity trading fee caps established under Regulation 23-101 with the SEC Trading Fee Proposal. This is the subject of the Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes.

As part of this notice, we are also publishing in Annex A a detailed summary of comments on Staff Notice 23-331 with respect to SEC Tick Size and Trading Fee Proposals. With respect to other SEC Proposed Amendments – regulation best execution, disclosure of order execution information and an order competition rule – most of the commenters were of the view that these proposals were either not relevant to the Canadian markets or further analysis was required prior to proposing any rule changes. Please refer to the summary of these comments [here](#).

Final SEC Rules

On September 18, 2024, SEC adopted its final rules with respect to the SEC Tick Size Proposal and the SEC Trading Fee Proposal. With respect to the SEC Trading Fee Proposal, for securities priced USD 1.00 or more, the U.S. access fee cap will be lowered to USD 0.001 per share. For U.S. securities priced less than USD 1.00, the U.S. access fee cap will be 0.1% of the quotation price.

The SEC also adopted its final rules with respect to the SEC Tick Size Proposal. As part of CIRO's Proposed UMIR Amendments, the trading increments for specific securities will be adjusted semi-annually to align with increments applicable to U.S. marketplaces.

Summary of the Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes

Subsection 6.6.1 (2) of Regulation 23-101 will be amended to align the maximum fee for executing an order involving a U.S. Inter-listed Security priced at CAD 1.00 or more with the reduced access fee cap adopted by the SEC. As such, for U.S. Inter-listed Securities priced at CAD 1.00 or more, the trading fee cap will be CAD 0.001 per share. Accompanying changes will be made to section 6.4.1 of Policy Statement 23-101.

Background information on the Canadian trading fee cap regime is provided in Annex B.

Non-U.S. Inter-listed Securities

The Draft Amendments will not apply to non-U.S. Inter-listed Securities – securities that are listed in Canada and could also be listed on any foreign exchange other than a U.S. registered national securities exchange. There is currently an intentional differentiation between the fee caps for U.S. Inter-listed Securities and non-U.S. Inter-listed Securities. When fee caps were first proposed in 2016, many stakeholders expressed concerns with respect to the U.S.- aligned fee

caps being too high and not reflective of the lower average prices of Canadian securities. To address these concerns, a lower fee cap of CAD 0.0017 was proposed and approved for non-U.S. Inter-listed Securities priced at or above CAD 1.00.⁶

In response to Staff Notice 23-331, some commenters suggested considering extending the reduced fee caps to non-U.S. Inter-listed Securities. However, most of these commenters also cautioned against doing so without extensive analysis and consultations. As such, given the importance of maintaining Canadian and U.S. markets harmonized with respect to U.S. Inter-listed Securities, it was decided to focus on such securities for these Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes.

The CSA intend to review the fee caps for non-U.S. Inter-listed Securities but are not proposing any changes at this time pending further analysis.

Related amendments

The Draft Amendments will include the following related amendments:

- 1) The defined term “inter-listed security” in Regulation 23-101 will be clarified by adding a reference to U.S. This is being done to align the name of the defined term to its corresponding definition, which only includes those securities inter-listed on a U.S. registered national securities exchange. Also, the term will be made consistent with the analogous definition in the Proposed UMIR Amendments.
- 2) Section 6.6.2 of Regulation 23-101 will be repealed. Currently, this section is ensuring that once a security ceases to be a U.S. Inter-listed Security, the exchanges have enough time to lower the trading fees provided such fees are higher than a prescribed trading fee cap for non-U.S. Inter-listed Securities. Once the Draft Amendments are in effect, this section will not be needed as the trading fee cap applicable to U.S. Inter-listed Securities will now be lower than the trading fee cap applicable to non-U.S. Inter-listed Securities.

Alternatives to the Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes

We considered maintaining the current trading fee cap, which is not a viable option as a per-share trading fee that is too high can distort calculations of whether a price on one marketplace is “better” than on another marketplace.

Given that the Canadian equity market is highly integrated with U.S. equity market, and there is significant trading activity in equity securities listed in both Canada and the U.S., concerns arise about potential negative consequences for the Canadian equity market from establishing a trading fee cap for U.S. Inter-listed Securities that is significantly different than comparable regulatory requirements in the U.S. Our view is reinforced by the responses to Staff Notice 23-331.

⁶ See notice of approval: <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/23-101/2017-01-26/2017janv26-23-101-avis-publication-en.pdf>.

The Draft Amendments will enable Canadian trading fee caps to remain harmonized with U.S. access fee caps for U.S. Inter-listed Securities at CAD 1.00 or more. As such, the Draft Amendments are necessary to maintain the competitiveness of our capital markets, so that lower trading fees in the U.S. do not create an incentive for Canadian dealers to direct order flow in U.S. Inter-listed Securities to U.S. marketplaces.

Consultation Questions

Question 1:

- a) Do you agree with the proposal to align the maximum fee for executing an order involving a U.S. Inter-listed Security priced at CAD 1.00 or more with the reduced access fee cap adopted by the SEC:
 - i) at CAD 0.0010, as proposed above, without consideration for the current foreign exchange rate, or
 - ii) at CAD 0.0014, which approximates the SEC's adopted access fee cap with consideration for the foreign exchange rate (USD 0.0010 x 1.44)?⁷
 - b) Alternatively, do you support aligning the access fee cap for U.S. Inter-listed Securities with the current fee cap for non-U.S. Inter-listed securities (CAD 0.0017)?
 - c) Do you support any alternatives not listed above?
- Please provide rationale in support of or against any alternatives above.

Question 2: Will the competitiveness of the Canadian capital markets be impaired if only the trading fee caps are lowered for U.S. Inter-listed Securities? Please provide supporting rationale.

Question 3: Should the trading fee caps apply to trading fees paid by passive orders in inverted (taker-maker) markets? Please provide supporting rationale. What would be the costs and benefits of applying the cap to inverted markets?

Question 4: As part of the final rules adopted on September 18, 2024, the SEC rules prohibit a national securities exchange from imposing any fee or providing any rebate for the execution of an order in an NMS stock unless such fee or rebate can be determined at the time of execution. Please discuss whether we should take a similar approach in Canada.

Anticipated Costs and Benefits of the Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes

OSC staff conducted a costs and benefits analysis of the Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes. This analysis included consultations with Canadian marketplace operators seeking input on the expected costs each marketplace would incur to implement the Draft Amendments.

In summary, it is anticipated that marketplaces will incur minor costs to comply with the Draft Amendments, ranging between \$5,700 and \$10,700 per entity. It is also anticipated that a reduction in the trading fee cap could lead to a \$101 million decrease in total fees collected by marketplaces and, depending on the net capture earned by marketplaces, reduced marketplace

⁷ The CAD/USD exchange rate is approximately 1.44 at the time of publication.

revenue. However, the net capture earned by marketplaces should not change significantly, as the lower passive rebates paid (\$101 million) should offset the decrease in fees collected. Although we are unable to quantify the impact of many of the benefits of the Draft Amendments, we anticipate that these benefits might reasonably be expected to be proportionate to the estimated costs to the extent that the Draft Amendments preserve the relative competitive position of U.S. and Canadian marketplaces.

Unpublished Materials

In developing the Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes, we have not relied on any significant unpublished study, report or other written materials.

Local Matters

Certain jurisdictions are publishing other information required by local securities legislation with this notice.

Annexes

- Annex A – Summary of responses to Staff Notice 23-331 relating to SEC Tick Size and Trading Fee Proposals
- Annex B – Background on regulation of trading fee caps in Canada

Authority of the Draft Amendments and Draft Policy Statement

The securities legislation in each of the CSA jurisdiction provides the securities regulatory authority with rule-making or regulatory authority in respect of the subject matter of the Draft Amendments.

How to Provide Comments

We welcome your comments on the Draft Amendments and Draft Policy Statement Changes and invite comments on the specific questions written under title “Consultation Questions”. Please provide your comments in writing by March 24, 2025. Please send your comments by email, attached in Microsoft Word format.

We cannot keep submissions confidential because securities legislation requires publication of a summary of written comments received during the comment period. All comments received will be posted on the website of each of the Alberta Securities Commission at www.asc.ca, the Ontario Securities Commission at www.osc.ca and the Autorité des marchés financiers at www.lautorite.qc.ca. Therefore, you should not include personal information directly in comments to be published. It is important you state on whose behalf you are making the submissions.

Please address your submission to the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Manitoba Securities Commission
 Ontario Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 Financial and Consumer Services Commission, New Brunswick
 Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Prince Edward Island
 Nova Scotia Securities Commission
 Office of the Superintendent of Securities, Service NL
 Northwest Territories Office of the Superintendent of Securities
 Office of the Yukon Superintendent of Securities
 Superintendent of Securities, Nunavut

Please send your comments only to the following addresses. Your comments will be forwarded to the remaining jurisdictions:

M^e Philippe Lebel
 Corporate Secretary and Executive Director, Legal Affairs
 Autorité des marchés financiers
 Place de la Cité, tour PwC
 2640, boulevard Laurier, bureau 400
 Québec (Québec) G1V 5C1
 Fax: (514) 864-8381
 Email: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West
 22nd Floor
 Toronto, Ontario
 M5H 3S8
 Fax: 416-593-2318
 Email: <mailto:comment@osc.gov.on.ca>

Questions

Please refer your questions to any of the following:

Xavier Boulet
 Senior Policy Advisor
 Direction de l'encadrement des activités de
 négociation
 Autorité des marchés financiers
xavier.boulet@lautorite.qc.ca

Serge Boisvert
 Senior Policy Coordinator
 Direction de l'encadrement des activités de
 négociation
 Autorité des marchés financiers
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Kim Legendre
SRO Analyst
Direction de l'encadrement des activités de
négociation
Autorité des marchés financiers
kim.legendre@lautorite.qc.ca

Alex Petro
Trading Specialist, Trading & Markets
Ontario Securities Commission
apetro@osc.gov.on.ca

Jesse Ahlan
Senior Regulatory Analyst, Market
Structure
Alberta Securities Commission
jesse.ahlan@asc.ca

Michael Grecoff
Securities Market Specialist
British Columbia Securities Commission
MGrecoff@bcsc.bc.ca

Tim Baikie
Senior Legal Counsel, Trading & Markets
Ontario Securities Commission
tbaikie@osc.gov.on.ca

Mark Delloro
Senior Accountant, Trading & Markets
Ontario Securities Commission
mdelloro@osc.gov.on.ca

Navdeep Gill
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
NGill@bcsc.bc.ca

ANNEX A

**SUMMARY OF RESPONSES TO STAFF NOTICE 23-331 RELATING TO SEC TICK
SIZE AND TRADING FEE PROPOSALS**

List of Commenters

1. Canadian Securities Exchange
2. BMO Financial Markets
3. Virtu Financial
4. TD Securities
5. Investment Industry Association of Canada (IIAC)
6. Canadian Security Traders Association, Inc (CSTA)
7. Scotiabank Global Trading & Markets
8. Tradelogiq
9. TMX
10. Cboe
11. Nasdaq CXC Limited
12. National Bank Financial Markets

Summary of Comments

Question 1: If adopted as proposed by the SEC, please provide your views regarding whether Canada should harmonize with an amended SEC rule, including with respect to:

- a) the methodology used to calculate minimum trading increments, including, source of data (which marketplaces and what entity should be responsible for calculation) and time periods during which the metrics are calculated,
- b) securities to which any amended Canadian price increments would apply (e.g., inter-listed securities only or all or some classes of securities, exchange-traded funds and/or other exchange-traded securities),
- c) treatment of situations where the use of an aligned methodology results in different trading increments between inter-listed securities traded in Canada and the U.S. (i.e., where the time-weighted average quoted spreads in Canada and the U.S. are different for the same security).

- a)
- Some commenters supported harmonizing with the U.S. and among the Canadian regulators the methodology used to calculate minimum trading increments.
 - One commenter noted that Canadian listing exchanges should identify which inter-listed stocks are affected and therefore subject to reduced tick sizes – for example, through start of day symbol status messages.

- b)
- The vast majority of commenters supported harmonizing Canadian price increments for Inter-listed Securities. Not a single commenter expressed outright opposition to harmonizing price increments for U.S. Inter-listed Securities. On the issue of non- U.S. Inter-listed Securities, most commenters urged caution, or outright opposed harmonizing trading increments for non- U.S. Inter-listed Securities. Only one commenter supported harmonizing trading increments for these securities.

- c)
- A commenter noted that if the regulators cannot harmonize their data sets, Canadian regulators should apply SEC data over Canadian data.
 - Another commenter argued that in case of having different trading increments for U.S. Inter-listed Securities, the trading increment chosen for Canada should be the narrower of (1) the U.S. increment and (2) the increment calculated through the Canadian method.

Question 2: If Canadian requirements as related to minimum trading increments are not amended in response to an amended SEC rule as proposed:

- a) Would marketplace participants send less order flow to Canadian marketplaces in favor of U.S. trading venues?
- b) Does the difference in value between the Canadian and the American dollars matter in your analysis?

a)

- The majority of commenters believed that order flow to Canadian marketplaces will drop if Canadian requirements are not harmonized with SEC amendments.
- Two commenters expressed doubts with respect to the order flow drop at Canadian marketplaces; one commenter called for a more detailed, data-driven study to be undertaken.

b)

- The vast majority of commenters who responded to this question did not believe that trading increments and access fees should be viewed through the lens of foreign exchange rate. The general preference was to have those harmonized to the greatest extent possible.

Question 3: Concerns have been raised in relation to:

- operational resiliency and systems readiness should the number of trading increments be increased, especially where they would be periodically adjusted on a per-security basis, and**
- increase in message traffic (i.e., electronic order and trade messages) that will result from an increase in the number of pricing increments.**

Please discuss whether you share these concerns.

- The majority of commenters shared the identified concerns. However, the general view was that the benefits of harmonizing trading increments for U.S. Inter-listed Securities outweighed the technology-related risks. One commenter noted that the regulators should provide the industry with sufficient time to adjust their technology to smaller trading increments.

Question 4: It has been suggested that any Canadian proposal to amend minimum pricing increments would introduce complexity in managing orders. Please provide your views in this regard, including as related to:

- complexities associated with the frequency at which minimum trading increments could change,**
- the necessary lead-time between establishment and implementation of new minimum trading increments both initially and on an ongoing basis,**
- challenges with management of existing orders entered on marketplaces at prices that have become invalid trading increments (may be particularly relevant for orders of retail investors that are entered with longer expiry dates (i.e., Good-till-Cancelled (“GTC”) orders)),**
- investor education challenges associated with an amended approach to minimum pricing increments.**

- Some commenters believed that such a Canadian proposal would introduce complexity in managing orders.
- Some commenters thought that GTC orders may need to be repriced and/or possibly canceled.

- In terms of the timeline of implementation, one commenter preferred infrequent and predictable changes where needed; another commenter preferred to stagger the implementation.
- One commenter expressed concerns regarding the timing: under the SEC proposals, calculations, dissemination and changes of tick sizes would all have to take place between one day's close and the next day's open. Such a compressed schedule might affect markets' ability to conduct adequate quality control and testing; also, brokers may not have sufficient time to discuss and address order management issues with their clients.
- Some commenters believe that investor education associated with an amended approach to minimum trading increments might be a challenge.

Question 5: As modifying trading increments in Canada would impact the determination of a “better price” under UMIR, please discuss whether Participants (as defined in UMIR 1.1) would still be providing meaningful price improvement in circumstances where a “better price” is required.

- Some commenters believed that UMIR should not change its definition of a “better price.”
- Some commenters thought that there would still be meaningful price improvement with modified trading increments. On the other hand, one commenter believed that a “better price” at sub-penny levels is almost immaterial, and this would not be meaningful price improvement.
- Other commenters expressed different opinions:
 - One commenter suggested redefining the concept of “better price” to an absolute amount (per share), dependent on stock price and potentially order quantity. Further, any displayed orders which do not represent a “better price” relative to round trading increments should lose order protection.
 - One commenter argued that maintaining a single general standard for “better price” as the amount by which one can improve the quoted better price would make for a simple and practical standard but is open to establishing a higher threshold.
- One commenter urged the regulators to consider the policy rationale behind the determination of “better price” and whether smaller trading increments would still be providing meaningful price improvement.

Question 6: Please provide any views on expected outcomes (positive and negative) associated with any changes to minimum trading increments, including as related to expected quoted volume at each price increment. Additionally, please provide your views on what metrics could be used to evaluate whether any new approach to minimum trading increments results in positive or negative outcomes.

- A number of commenters had various views on expected outcomes that would result with any changes to minimum trading increments:
 - In terms of positive outcomes,

- Several commenters noted that decreased minimum trading increments will result in tighter bid-ask spreads, leading to the lower institutional trade execution costs,
- One commenter provided that trading volume will likely increase,
- One commenter noted that reducing minimum trading increment would lead to increased potential for more precise price discovery processes for a small number of tick-constrained stocks,
- Two commenters suggested that aligning minimum trading increments with the U.S. would allow Canada to maintain competitiveness with the U.S. market.
- In terms of negative outcomes,
 - Some commenters believed that reducing tick size would reduce quoted volume available at the National Best Bid and Offer (NBBO),
 - Some commenters noted potential issues with increased message traffic, such as less ability for slower traders to quote and trade passively on the near side of the quote and the need for infrastructure upgrades, as well as increased costs to the industry,
 - A couple of commenters submitted that proposed tick size buckets are too granular, which will lead to flickering quotations, increased price instability, less aggregated liquidity, wider spreads, greater market fragmentation and ultimately will weaken the NBBO,
 - One commenter cautioned against reduced top of book size, disadvantages to liquidity providers through loss of queue priority, more challenging trade-through management due to finer tick increments and more rapid quote updates.
- Some commenters proposed the following metrics to evaluate the effect of a change in trading increments:
 - message traffic rates
 - volume traded (e.g., on inside bid/offer vs current volume; at top of book; within a one-increment spread; comparison between Canada and U.S. for U.S. Inter-listed Securities)
 - fill/cancellation rates and time to fill or cancel
 - average displayed order size and market depth
 - ratio of displayed share trading vs non-displayed share trading
 - market impact experienced by participants
 - stock quote stability and price volatility

One commenter noted that it may be challenging to determine which metrics are appropriate given the high number of variables at play and, therefore, metrics may need to evolve over time and should be periodically reassessed.

Question 7: Please discuss whether fee caps should also apply to “taker-maker” fee models and, if so, whether their fee caps should be different.

- Some commenters supported applying fee caps to taker-maker fee models, while four oppose fee caps in these cases.
- Two commenters emphasized their view that the access cap in Rule 610 of Regulation NMS only applies to fees for accessing (removing) liquidity, and not to the level of rebate to remove liquidity/the fee to provide liquidity.
- One commenter expressed its view that the degree of distortion permitted through rebates must be limited symmetrically for both traditional and inverted markets.

Question 8: Generally, the exact fee or rebate for an order cannot be determined until after an execution occurs, as discounted fees or credits are determined by marketplaces at the end of the month, based on trading during the month of a Participant. To be able to calculate the full cost of a transaction at the time of execution, the SEC also proposes to require that all exchange fees and rebates be determinable at the time of execution. U.S. trading venues would be required to set such volume thresholds or tiers using volume achieved during a stated period prior to the assessment of the fee or rebate so that market participants are able to determine what fee or rebate level would be applicable to any submitted order at the time of execution.

Please discuss whether we should take a similar approach in Canada.

- Some commenters supported such a requirement, while others opposed setting this requirement.

Question 9: If adopted as proposed by the SEC, please provide your views on a Canadian approach to fee caps,

including with respect to:

- a) harmonization with an amended SEC rule, including with respect to application to inter-listed and/or non-inter-listed securities,**
- b) methodology used, including with respect to:**
 - i. application to all securities, regardless of price,**
 - ii. consideration of a fee cap that reflects tick size, similar to the methodology proposed by the SEC, and**
 - iii. consideration of a percentage-based fee cap for securities priced under CAD1.00.**

- Numerous commenters believed that harmonizing fee caps with an amended SEC rule would be beneficial for U.S. Inter-listed Securities.
- Some commenters suggested considering extending the reduced fee caps to non- U.S. Inter-listed Securities. However, most of these commenters also cautioned against doing so without extensive analysis and consultations.

- One commenter believed that if the decision is made to reduce tick sizes for Canadian non- U.S. Inter-listed Securities, a maximum access fee should be capped at 50% of the Regulation NMS requirement for the same trading increment; also, a fee for posting liquidity on inverted markets should be limited to the maximum access fee for the same stock.
- One commenter submitted that:
 - if the SEC lowers both the minimum tick size and access fee, Canadian fee caps for U.S. Inter-listed Securities should be harmonized with non-U.S. Inter-listed Securities, currently at CAD 0.0017, or be higher, in case SEC's cap is at or above that number.
 - if the SEC lowers the minimum tick size but maintains the current access fee cap, Canadian regulators should increase the fee cap for non-U.S. Inter-listed Securities to CAD 0.0030 to harmonize it with the cap for U.S. Inter-listed Securities.
 - if the SEC maintains the current minimum tick size but lowers the access fee caps, the Canadian fee cap for U.S. Inter-listed Securities should be harmonized with those for non-U.S. Inter-listed Securities, currently at CAD 0.0017, or be higher, in case SEC's cap is at or above that number.
 - if the SEC maintains the current minimum tick size and current access fee, fee caps for non-U.S. Inter-listed Securities should be increased to be harmonized with fee caps for U.S. Inter-listed Securities.

ANNEX B

BACKGROUND ON REGULATION OF TRADING FEE CAPS IN CANADA

Section 6.6.1 of Regulation 23-101 sets out the active trading fee caps for securities (which include units of exchange traded funds (ETFs)). In 2016, they were originally set at CAD 0.0030 per share for securities traded in a continuous auction and priced CAD 1.00 or more, and CAD 0.0004 per share for securities priced below CAD 1.00.⁸ The fee caps were imposed because of concerns that marketplaces would take advantage of the order protection rule⁹ (OPR) to charge high fees for execution of orders that are required to be routed to the marketplace to comply with OPR regardless of the fees charged by the marketplace displaying the better-priced order.¹⁰ The caps were imposed on all visible marketplaces, including ones that were not protected (and therefore not required to be accessed as a result of the OPR) because of a view that caps should be applied equally from a fairness perspective and because of concerns that fees charged and rebates provided by unprotected markets could be set at a level that may encourage inappropriate trading activities and thereby negatively affect market integrity. In addition, although OPR does not apply to unprotected marketplaces, dealers may need to access those marketplaces to comply with best execution obligations.

The CAD 0.0030 fee cap mirrored the fee cap then in place for U.S. marketplaces under the SEC Rule 612. The cap represented an established baseline that was created in the U.S. in the context of similar order protection requirements.

Securities below CAD 1.00

For the cap on active trading fees for securities priced below CAD 1.00, the CSA considered applying the U.S. cap for similarly priced securities, which was 0.3% of the trade price. However, when comparing marketplace fee levels for securities priced under \$1.00, trading fees were for the most part already below what would be charged if the U.S. cap was applied. Additionally, imposing a cap applied as a percentage of value traded diverged from conventional billing practices, which are to charge at a per share or unit rate. As a result, the cap for securities priced below CAD 1.00 was set at the highest rate then being charged, which was CAD 0.0004 per share or unit traded. The rationale for not implementing a similar cap as the U.S. for trades in securities priced under CAD 1.00 remains relevant.

⁸ See notice of approval: [CSA Notice of Publication, Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules, Amendments to Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules.](#)

⁹ Part 6, Regulation 23-101.

¹⁰ CSA Notice and Request for Comment, *Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules*, <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/23-101/2014-05-15/2014mai15-23-101-avis-cons-en.pdf> (May 15, 2014).

Non-U.S. Inter-listed Securities

To address concerns that the CAD 0.0030 fee cap appeared high for non-U.S. Inter-listed Securities¹¹ (whose trading prices are generally lower than Inter-listed Securities), in 2017 fees for non-U.S. Inter-listed Securities were capped at CAD 0.0017 per share for securities priced CAD 1.00 or more. This was done to ensure that the trading fee reflected the value of the security traded. The CAD 0.0030 cap for U.S. Inter-listed Securities represented 1.2 basis points of the volume-weighted average price for those securities. The CAD 0.0017 cap represents the basis point equivalent of the volume-weighted average price for non-U.S. Inter-listed Securities.

Maker-taker and taker-maker fee models

The fee caps only apply to maker-taker fee models¹² and do not apply to inverted (taker-maker) markets, as these do not create the same risk of excessive fees to take advantage of OPR creating captive consumers. The fees the marketplaces charge for posting or providing liquidity will not directly affect a dealer who needs to trade with an order on that marketplace to comply with OPR or best execution; the dealer will either receive a rebate or not be charged a fee.¹³ As liquidity providers are not required to post orders on any inverted market, we believe that competitive forces will limit the fees that can be charged by these marketplaces.

¹¹Securities, including ETF units, that are not also listed on a national securities exchange registered under section 6 of the 1934 Act.

¹² The “maker-taker” marketplace fee model charges a fee for the execution of an order that removes liquidity from an order book and pays a rebate to the provider of liquidity for the same transaction.

¹³The size of the fee would indirectly affect the size of any rebate.

REGULATION TO AMEND REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (32) and (34))

1. Section 6.6.1 of Regulation 23-101 respecting Trading Rules (chapter V-1.1, r. 6) is amended:

(1) by replacing “inter listed security” in paragraph (1) by “U.S. inter-listed security”;

(2) in paragraph (2):

(a) in subparagraph (a):

(i) by replacing “an inter-listed security” in the text preceding subparagraph (i) by “a U.S. inter-listed security”;

(ii) by replacing “\$0.0030” in subparagraph (i) by “\$0.0010”;

(b) by replacing “an inter-listed security” in subparagraph (b) by “a U.S. inter-listed security”;

(3) by replacing “inter-listed securities” in paragraph (3) by “U.S. inter-listed securities”

2. Section 6.6.2 of the Regulation is repealed.

3. Effective Date

This Regulation comes into force on *(indicate here the date of coming into force of this Regulation)*.

CHANGES TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES

1. Section 6.4.1 of *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules* is replaced by the following:

“6.4.1. Trading Fees

Section 6.6.1 provides caps on the fee that a marketplace subject to section 7.1 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* can charge for execution against a displayed order on the marketplace. Paragraph 6.6.1(2)(a) establishes a different trading fee cap for exchange-traded securities that are U.S. inter-listed securities (i.e., listed on both a recognized exchange and a national securities exchange in the United States of America) and priced at or above \$1.00. Subsections 6.6.1 (3) and (4) provide a process to ensure transparency of a security's status as a U.S. inter-listed security, and require a recognized exchange to publish a quarterly list of all of its U.S. inter-listed securities no later than seven days after the end of each quarter. In compiling the list, an exchange may rely on representations made by its listed issuers as to their status.”.

7.2.2 Publication

Aucune information