

7.

Bourses, chambres de compensation, organismes d'autorégulation et autres entités réglementées

- 7.1 Avis et communiqués
 - 7.2 Réglementation de l'Autorité
 - 7.3 Réglementation des bourses, des chambres de compensation, des OAR et d'autres entités réglementées
 - 7.4 Autres consultations
 - 7.5 Autres décisions
-

7.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

Aucune information.

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Document de consultation 21-403 des ACVM : Accès aux données de marché en temps réel

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

- Document de consultation 21-403 des ACVM : *Accès 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 **10 février 2023**, 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 :

Pascal Bancheri
Analyste expert aux OAR, Direction de l'encadrement des activités de négociation
Autorité des marchés financiers
pascal.bancheri@lautorite.qc.ca

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

Le 10 novembre 2022

Canadian Securities
AdministratorsAutorités canadiennes
en valeurs mobilières

Document de consultation 21-403 des ACVM

Accès aux données de marché en temps réel

Le 10 novembre 2022

Rubrique 1 – Introduction

Les données de marché en temps réel (les **DMTR**) remplissent une fonction clé en fournissant de l'information cruciale sur les marchés des valeurs mobilières, notamment sur les cours et la liquidité. Les marchés canadiens des titres de capitaux propres ont évolué au fil du temps : ils sont passés d'une structure dans laquelle les opérations sur un titre étaient concentrées sur la bourse où il était inscrit à une structure de marchés multiples où bourses et systèmes de négociation parallèle (**SNP**) rivalisent pour la négociation des mêmes titres. Dans ce contexte, l'information sur les ordres et les opérations visant les mêmes titres est fragmentée entre plusieurs plateformes de négociation et peut engendrer des inefficiences, notamment nuire à l'accès aux DMTR.

De par le monde, les autorités de réglementation cherchent à garantir l'accessibilité des DMTR en réglementant les droits exigés par les marchés pour l'information sur les ordres et les opérations et en obligeant à rendre les données de marché disponibles à un prix raisonnable. Elles jugent l'accès à des DMTR consolidées essentiel pour éclairer les décisions d'investissement, d'acheminement des ordres et d'exécution des participants au marché, des investisseurs et de leurs conseillers¹.

Or, en dépit d'un intérêt renouvelé pour la question², des préoccupations demeurent à propos de l'accessibilité et du coût des DMTR dans un environnement où l'activité de négociation est fragmentée entre une multiplicité de plateformes de négociation. Les autorités de réglementation des États-Unis (les **É-U**) et d'Europe (l'**UE**) ont entrepris des réformes réglementaires ou des projets relativement à l'accès aux DMTR consolidées et à leur coût. En outre, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (l'**OICV**) a lancé une consultation et publié un document en vue de mieux comprendre l'environnement des données de marché dans les pays participants.

Vu l'importance que revêtent les DMTR pour les marchés des valeurs mobilières et dans la foulée des initiatives mondiales et des préoccupations des participants au marché canadiens, le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (le **personnel des ACVM** ou **nous**) a réalisé un

¹ Document de consultation 21-401 du personnel des ACVM, *Droits relatifs aux données de marché en temps réel*, page 1, au <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/valeurs-mobilières/2012nov08-21-401-conspubl-fr.pdf>.

² Pour en savoir plus à ce sujet, voir la section « Data fees and access to data » au <https://www.osc.ca/fr/secteur/reglementation-des-marchés/initiatives-relatives-la-structure-du-marche>.

-2-

examen concret des enjeux associés à l'accès à ces données, dont leur coût, dans le cas des titres cotés autres que les options.

Le présent document de consultation est issu de cet examen. Il expose le régime réglementaire actuel des DMTR au Canada, y compris la réglementation applicable aux listes de données directes et aux données consolidées des marchés de titres de capitaux propres, décrit les préoccupations soulevées par les participants au marché canadiens, et énonce un certain nombre d'options initiales et à plus long terme susceptibles d'apaiser quelques-unes de ces préoccupations.

Nous sollicitons donc des commentaires sur la faisabilité et l'efficacité générales des options proposées, ainsi que des réponses aux questions posées après sur chacune d'elles. Toute proposition réglementaire qui en découlera sera publiée pour consultation en temps et lieu.

Rubrique 2 – Objet et portée

Le présent document de consultation a un double objet :

1. faire état des résultats de notre examen concret et des préoccupations formulées par les participants au marché canadiens quant à l'accès aux DMTR;
2. recueillir des commentaires sur les options initiales et à plus long terme proposées qui, si elles étaient retenues, pourraient atténuer certaines des inefficiences introduites par la fragmentation ainsi que des autres préoccupations concernant cet accès³.

Notre examen concret a été à la fois quantitatif et qualitatif. Son volet quantitatif a porté sur les marchés dont le registre d'ordres représentait une part de marché totale d'au moins 1 pour cent. Les éléments d'information que nous avons recueillis d'eux et évalués comprenaient les droits facturés aux participants au marché pour l'accès aux DMTR et la prise en charge de celles-ci et de services connexes, de même que la nature des produits des activités ordinaires (les **PAO**) et des charges. Nous nous sommes également servi de renseignements publics pour comparer les droits exigés au Canada à ceux aux États-Unis et dans d'autres marchés.

Quant au volet qualitatif de l'examen, il a consisté en des entrevues de plus de 40 participants au marché, dont des courtiers, des marchés et des fournisseurs d'accès et de données, à propos de l'évolution de leurs activités au fil du temps, de leur façon d'accéder aux DMTR et de l'emploi qu'ils en font, de ce qu'il leur en coûte pour les utiliser (s'il y a lieu), et de leurs éventuels enjeux ou préoccupations à cet égard. Figuraient dans cet échantillon des courtiers de petite, moyenne et grande tailles, des investisseurs institutionnels et des sociétés de négociation pour compte propre. Nous nous sommes entretenus avec des particuliers de plusieurs branches d'activités, notamment

³ Le présent document de consultation n'aborde pas les enjeux de l'accès aux produits de données sur les dérivés (par exemple, sur les indices de référence) ou aux produits de données historiques. Il ne traite pas non plus de ceux associés à l'accès aux DMTR fournies par des tiers fournisseurs (fournisseurs d'accès et de données, fournisseurs de services de télécommunications ou exploitants de centres de données), car ils ne relèvent pas de notre compétence.

-3-

le courtage de plein exercice auprès d'investisseurs individuels et le courtage à escompte, les services-conseils en gestion du patrimoine, les services aux investisseurs institutionnels, la négociation pour compte propre de même que la conformité.

Dans l'ensemble, les points suivants ont été examinés :

1. les changements dans les principaux PAO des marchés (c'est-à-dire ceux tirés des opérations, de l'accès et des données de marché), lesquels nous ont aidés à dégager les différences et tendances dans leur manière de générer de l'argent, ainsi que de repérer les éléments préoccupants;
2. les droits se répercutant sur les coûts assumés par les participants au marché qui accèdent aux DMTR et qui en font usage sous une forme consolidée ou non; précisément, nous avons constaté que les catégories de droits suivantes ont évolué : i) les droits d'affichage professionnels et non professionnels, ii) les droits de distribution et iii) les droits d'utilisation sans affichage; nous avons également observé des changements dans d'autres types de droits (voir la note de bas de page 2) débordant du présent document de consultation;
3. la nécessité d'accéder à des DMTR consolidées de niveau 2 plutôt qu'à celles de niveau 1 émanant des marchés d'inscription seulement;
4. les droits facturés aux participants au marché au Canada comparativement à ceux aux États-Unis et dans d'autres marchés, sur une base individuelle et consolidée.

On trouvera les résultats de notre examen concret à l'Annexe A.

Dans l'élaboration des options proposées, nous avons tenu compte des aspects suivants :

1. le mandat légal de protéger les investisseurs et de favoriser l'équité, l'efficacité et le caractère concurrentiel des marchés des capitaux de même que la confiance dans ces derniers⁴;
2. l'état actuel du marché des titres de capitaux propres, dont les éléments clés de l'« écosystème » des titres en question, comme l'environnement réglementaire et les besoins des participants au marché;
3. les caractéristiques d'un marché idéal (soit la transparence, la formation des cours, la liquidité et les coûts des opérations)⁵ ainsi que les répercussions des inefficiences potentiellement introduites par la fragmentation sur elles;

⁴ Il s'agit du mandat général des ACVM. Nous savons que ce ne sont pas toutes les autorités en valeurs mobilières qui ont un mandat relatif à la concurrence, par exemple.

⁵ D'après les caractéristiques considérées comme essentielles pour un marché efficace dans le rapport de 1997 de la TSE (Bourse de Toronto) intitulé *Report of the Special Committee on Market Fragmentation: Responding to the Challenge*, puis dans le rapport du 22 juin 2006 intitulé *Ideal Attributes of a Marketplace* d'Eric Kirzner; Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Canada Steps Up, Volume 4 -- Maintaining a Competitive Capital Market in Canada*.

-4-

4. les résultats de notre examen concret et la rétroaction tirée des entrevues de participants au marché.

Les options initiales potentielles proposées ici à l'issue de notre examen visent à ce que le régime réglementaire assure un accès équitable aux listes directes et aux listes consolidées de DMTR, notamment par l'emploi d'une terminologie normalisée pour décrire les produits de DMTR et la manière d'y accéder. Les options à plus long terme pourraient commander une révision du régime réglementaire applicable à l'accès aux DMTR consolidées.

Rubrique 3 – État actuel des données de marché au Canada

3.1 Qu'entend-on par données de marché en temps réel?

Il s'agit des renseignements sur les ordres et les opérations qui sont distribués immédiatement après la saisie, la modification ou l'annulation de l'ordre, ou encore l'exécution de l'opération. Les DMTR avant opérations fournissent les détails des ordres saisis sur les marchés et indiquent généralement le cours et le volume associés à chaque ordre visant un titre donné. Celles après opérations donnent les détails de l'opération et comprennent habituellement le cours auquel elle a été exécutée et son volume⁶.

Les marchés sont les seuls producteurs des DMTR relatives aux ordres passés et aux opérations exécutées par leurs propres mécanismes. Règle générale, ils offrent les DMTR au moyen de listes, ou « flux », de données (aussi appelés listes de données directes ou flux de données directs des marchés) qui incluent l'information avant et après opérations et entrent ordinairement dans l'une des deux catégories suivantes :

1. les données de tête du registre ou de niveau 1 (**niveau 1**), soit l'information, pour chaque titre, sur sa dernière vente, son meilleur cours acheteur et vendeur, et le volume total disponible à l'offre et à la demande à ces cours⁷;
2. les données de profondeur du registre ou de niveau 2 (**niveau 2**), soit l'information sur tous les ordres visibles sur un marché donné (cours et volume) et sur toutes les opérations⁸.

Les DMTR sont également disponibles sous forme consolidée (les **DMTR consolidées**). Il s'agit alors des données issues de la consolidation des DMTR avant ou après opérations de plusieurs marchés où se négocient les mêmes titres. Au Canada, les DMTR consolidées (et les listes de données consolidées) peuvent consister en des DMTR provenant de tous les marchés de capitaux

⁶ Document de consultation 21-401 du personnel des ACVM, *Droits relatifs aux données de marché en temps réel*, page 3, au <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/valeurs-mobilieres/2012nov08-21-401-conspubl-fr.pdf>.

⁷ Les DMTR de niveau 1 peuvent également être offertes par des demandes de cotations dans lesquelles le participant au marché s'enquiert d'information de niveau 1 sur un titre particulier.

⁸ Au Canada, les listes de DMTR de niveau 2 sont souvent offertes en tant que « marché par cours » (liste regroupant les ordres par niveau de cours) ou que « marché par ordre » (liste contenant de l'information ordre par ordre).

-5-

propres ou de quelques-uns seulement, comme ceux protégés sous le régime de protection des ordres (le **RPO**)⁹.

Les DMTR sont distribuées soit directement par les marchés sous la forme de listes directes, soit indirectement par l'agence de traitement de l'information (l'**ATI**)¹⁰ ou des tiers fournisseurs (pour chaque marché ou sur une base consolidée).

Actuellement, les produits de DMTR consolidés suivants sont distribués par l'ATI et approuvés par le personnel des ACVM :

1. meilleur cours acheteur/vendeur (**CBBO** pour *Consolidated Best Bid and Offer*) – comprend l'information sur le volume global au meilleur cours de tous les marchés qui provient de la négociation continue sur une base protégée et non protégée¹¹;
2. dernier cours vendeur consolidé (**CLS** pour *Consolidated Last Sale*) – comprend l'information sur les opérations exécutées qui permet aux participants au marché de connaître la nature de l'opération (par exemple, application particulière ou opération de clôture des enchères);
3. données consolidées de profondeur du registre (**CDB** pour *Consolidated Depth of Book*) – comprend l'information sur le volume global à chaque niveau de prix, identifiant chaque contributeur de données, et offerte sur une base protégée et non protégée;
4. liste de données consolidées (**CDF** pour *Consolidated Data Feed*) – la liste de données de niveau 2 de chaque marché distribuée en un seul format par l'ATI.

Les DMTR consolidées distribuées par les tiers fournisseurs de données peuvent revêtir la forme et la composition dont ils décident ou la forme individualisée demandée par leurs acheteurs. Dans les deux cas, leurs prix et format ne font l'objet d'aucun examen réglementaire, car nous n'avons pas compétence sur leurs fournisseurs.

3.2 Différentes utilisations des DMTR

Les DMTR sont généralement utilisées par les courtiers et leurs clients, tant individuels qu'institutionnels, pour prendre des décisions d'investissement et de négociation éclairées, et également par les courtiers afin de remplir leurs obligations réglementaires lors du traitement et de l'acheminement des ordres.

⁹ Voir la partie 6 du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, au <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/23-101/2017-04-10/2017avril10-23-101-vofficielle-fr.pdf>.

¹⁰ Voir la rubrique 4.3 ci-après pour plus d'information sur l'ATI.

¹¹ L'expression « protégée » s'entend des marchés protégés uniquement, et « non protégée », de l'ensemble des marchés.

-6-

Les données nécessaires à ces fins dépendent d'un certain nombre de facteurs, dont l'activité spécifique exercée, les besoins et objectifs des utilisateurs, de même que les moyens de consommation et d'utilisation (humain ou affichage contre machine, comme dans la négociation algorithmique ou automatique (*black box*)). Ces différences peuvent influencer sur la profondeur, l'étendue et la granularité des données requises, et déterminer si elles doivent être en temps réel ou peuvent être différées.

Par exemple, certains utilisateurs ne comptent sur l'accès aux DMTR consolidées de niveau 1 et au dernier cours des marchés d'inscription que pour obtenir des indications sur les cours¹². En effet, notre examen concret a révélé que les courtiers offrant des services-conseils en gestion de patrimoine et les courtiers d'investisseurs individuels sont nombreux à recevoir des listes de DMTR consolidées de niveau 1 de ces marchés uniquement¹³, tandis que d'autres participants au marché, chargés des décisions d'acheminement et d'exécution, ont besoin d'un aperçu consolidé de tous les volumes et cours de l'ensemble des marchés.

La totalité des participants sondés étaient d'avis que l'emploi des DMTR devrait être propre aux besoins de chacun d'eux et qu'ils n'ont pas tous à accéder aux mêmes DMTR dans l'exercice de leur activité.

3.3 Comprendre les droits facturés par les marchés pour les DMTR

Les marchés facturent divers droits pour l'accès aux DMTR et leur utilisation. Ces droits peuvent varier en fonction du type d'accès (directement auprès du marché ou indirectement par un fournisseur de données ou l'ATI), de la redistribution ou non des DMTR (à l'externe ou à l'interne), de la nature de l'utilisation ou de l'utilisateur final (par exemple humain contre machine), ainsi que de la profondeur des DMTR reçues ou utilisées (c'est-à-dire niveau 1 ou niveau 2). Dans le cas des listes de DMTR, le mode d'accès peut se répercuter sur les droits facturés et sur l'entité qui en est responsable. Par exemple, les marchés peuvent exiger des droits identiques ou différents selon qu'il y a accès et consommation directement auprès d'eux, ou indirectement par un fournisseur de données. Dans le second cas, ces droits peuvent être facturés directement au destinataire final ou être la responsabilité du fournisseur de données, lequel peut ensuite les lui transférer (avec ou sans marge) ou encore les grouper dans son offre avec ceux facturés collectivement.

¹² Il en est ainsi de ceux qui se fient au cours d'un titre donné sur le marché où il est inscrit comme indicatif du cours offert pour le même titre sur l'ensemble des marchés.

¹³ Voir l'Annexe A, figures 32 et 33. Bien que ce point dépasse le cadre du présent document de consultation, nous notons que cet accès peut parfois être réservé aux données différées, selon la nature de l'offre de services du courtier. C'est notamment le cas du conseiller en placement qui sert une clientèle d'investisseurs individuels ne cherchant pas à activement acheter ou vendre des titres particuliers par l'entremise de leur conseiller. Un courtier peut également fournir à ses investisseurs individuels des données différées si les DMTR sont onéreuses – par exemple, afin d'actualiser les listes de surveillance des clients ou leur présenter la valeur intrajournalière de leurs positions.

-7-

Le marché peut également demander des *droits de distribution* si le destinataire d'une liste de DMTR entend redistribuer cette dernière ou son contenu soit en son sein (distribution interne), soit à ses clients ou à d'autres personnes physiques à l'extérieur (distribution externe). Dans certains cas, ces droits englobent la licence de redistribution et les droits d'accès à la liste même.

La nature de l'utilisation finale des données détermine aussi le type de droits exigés et leur mode de facturation. Ainsi, l'utilisation finale par des utilisateurs humains qui consomment les données sur des produits d'affichage entraînera habituellement des *droits d'affichage*. Il en existe normalement deux types : i) professionnels et ii) non professionnels. Les utilisateurs professionnels sont généralement des personnes physiques qui consomment les DMTR à des fins professionnelles (par exemple pour les courtiers ou les investisseurs institutionnels). Certains marchés peuvent subdiviser la catégorie des utilisateurs professionnels afin d'appliquer des droits différents pour les utilisateurs professionnels rendant des services aux investisseurs individuels, en particulier les conseillers en placement auprès d'investisseurs individuels, un type de représentant inscrit¹⁴. Quant aux utilisateurs non professionnels, il s'agit de personnes physiques qui se servent des DMTR pour des opérations ou des placements à titre personnel (c'est-à-dire les investisseurs individuels).

La consommation et l'utilisation des DMTR par une machine peuvent donner lieu à des *droits d'utilisation sans affichage*. Ces derniers peuvent être facturés lorsque les données sont consommées par des systèmes de négociation sans être affichées pour acheminement, analyse ou négociation algorithmique.

Les droits relatifs aux DMTR peuvent aussi dépendre de la profondeur des DMTR consommées. Ainsi, il en coûtera plus pour recevoir, distribuer et utiliser des données de niveau 2 que de niveau 1, les listes de données de niveau 2 étant plus étoffées.

Finalement, d'autres droits et frais pourraient être payables par les participants selon leurs moyens de se connecter aux DMTR et de les consommer. Par exemple, des frais et des coûts sont associés à la colocalisation pour ceux qui cherchent à réduire la latence des données et des opérations. Les fournisseurs d'accès et de données peuvent par ailleurs facturer des frais d'administration, des frais de produit ou des marges générales sur les produits et services liés aux données qu'ils offrent à leurs clients.

Rubrique 4 – Réglementation des données de marché au Canada

4.1 Obligations réglementaires touchant l'accès aux DMTR

Certaines dispositions réglementaires ont une incidence sur les modalités d'accès des participants au marché aux DMTR. Ainsi, le RPO, prévu à la partie 6 du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **Règlement 23-101**), exige des marchés et des courtiers d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution d'un ordre à un cours inférieur à celui des ordres affichés à un meilleur cours sur les

¹⁴ Actuellement, seule la Bourse Neo offre cette catégorie d'abonnement aux utilisateurs professionnels de DMTR.

-8-

marchés canadiens protégés¹⁵. La conformité est habituellement gérée par des algorithmes et des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres (les **MIAO**) qui dépendent des DMTR de tous les marchés visibles, c'est-à-dire qui affichent les données avant opérations, y compris les marchés visibles non protégés.

Les obligations de meilleure exécution énoncées dans les Règles universelles d'intégrité du marché (les **RUIM**) de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'**OCRCVM**) exigent des courtiers de se doter de politiques et procédures prévoyant expressément les moyens d'obtenir la meilleure exécution¹⁶ pour leurs clients. Ces politiques et procédures doivent tenir compte d'un certain nombre de facteurs, dont le prix du titre, la rapidité et la certitude d'exécution de l'ordre client, ainsi que le coût global de l'opération pour ce dernier. Même si, en vertu de ces obligations, les participants et leur personnel ne sont pas tenus d'avoir accès aux DMTR de tous les marchés¹⁷, les responsables des opérations (tant manuelles qu'électroniques) que nous avons interrogés pensent généralement que des DMTR consolidées de l'ensemble des marchés sont nécessaires pour en arriver à la meilleure exécution¹⁸.

La conformité avec le RPO et le respect des obligations de meilleure exécution se recoupent d'une façon souvent mal comprise par les participants au marché. C'est que la meilleure exécution commande l'application de politiques et de procédures, et non un suivi avant chaque opération prise individuellement. Les courtiers doivent ainsi examiner l'efficacité de politiques et procédures et déterminer les changements qui pourraient s'imposer. Le RPO repose lui aussi sur des politiques et procédures raisonnables, mais ces procédures dépendent habituellement des DMTR pour la prise des décisions d'acheminement.

4.2 Réglementation actuelle des droits exigés par les marchés pour les DMTR

Le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le **Règlement 21-101**) et le *Règlement 23-101* (collectivement, les **règlements sur le marché**) régissent l'exercice des activités des marchés au Canada. La partie 3 du *Règlement 21-101* énonce les obligations d'information de ces entités. En particulier, son article 3.1 prévoit l'information initiale à fournir avec la demande de reconnaissance à titre de bourse, ou d'autorisation à titre de SNP, et son article 3.2 impose des obligations continues de dépôt, notamment à l'égard des modifications des droits relatifs aux DMTR.

¹⁵ Les courtiers sont visés par ces obligations lorsqu'ils saisissent des « ordres à traitement imposé ».

¹⁶ L'expression « meilleure exécution », au sens de l'article 3119 des *Règles des courtiers membres* de l'OCRCVM, s'entend des « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ».

¹⁷ Selon l'alinéa 3121(2)(iv) des *Règles des courtiers membres* de l'OCRCVM, « la place accordée à l'information sur les ordres et les opérations provenant de tous les *marchés* pertinents, y compris les *marchés* non protégés et les *marchés organisés réglementés étrangers* » est l'un des facteurs précis dont doivent tenir compte les politiques et procédures des courtiers concernant la meilleure exécution dans le cas de l'exécution d'ordres clients visant des « titres cotés en bourse » et des « titres cotés à l'étranger ».

¹⁸ Voir les indications fournies en la matière à la partie 4 de l'*Instruction générale 23-101 relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation*.

-9-

Toutes les modifications tarifaires des marchés, y compris celles apportées aux droits relatifs aux DMTR, sont subordonnées à l'examen et à l'approbation des autorités en valeurs mobilières. Elles ne sont généralement pas soumises à une consultation publique, à moins de répercussions notables sur les intéressés ou de préoccupations en matière d'intérêt public.

Les projets de modifications tarifaires sont habituellement évalués au regard des règles d'accès équitable prévues aux paragraphes 1 et 3 de l'article 5.1 du Règlement 21-101, à savoir : le marché ne peut, sans motif valable, interdire à une personne l'accès à ses services ni lui imposer de conditions d'accès ou d'autres limites à cet égard, permettre une discrimination déraisonnable, ou encore imposer à la concurrence un fardeau qui ne soit pas raisonnablement nécessaire et approprié. Autrement dit, s'agissant d'établir ou de modifier leur tarification, les marchés doivent considérer plusieurs facteurs, dont le montant des droits facturés par d'autres marchés en contrepartie de services similaires dans le contexte du marché canadien, voire, s'ils introduisent de nouveaux droits, effectuer une comparaison avec ce qui se pratique à l'international. Or, appliquer une approche comparative peut se révéler difficile, tant les produits et services offerts varient d'un marché à l'autre par leur teneur informationnelle ou par leur valeur pour le montant exigé.

Dans le cas des droits pour utilisateurs professionnels, la conformité aux règles d'accès équitable est aussi évaluée par la méthode d'examen des droits relatifs aux données (la **MEDD**) officialisée par les ACVM en 2016. La MEDD est appliquée annuellement ou ponctuellement aux fins de l'examen des droits professionnels facturés par les marchés en contrepartie de l'accès aux listes de données de niveau 1 et de niveau 2 sur des titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (la **TSX**), de la Bourse de croissance TSX (la **TSXV**) et de la Bourse des valeurs canadiennes (la **CSE**). Elle permet d'établir une fourchette de droits autorisés pour chaque marché à l'aide de mesures avant et après les opérations. Visant à rendre compte de la contribution de chaque marché à la formation des cours et à l'activité de négociation, cette fourchette est fonction d'un montant de référence canadien qui consiste à regrouper les droits relatifs aux données facturés par chaque marché dans un « panier », lequel est ensuite réattribué selon des modèles de classement¹⁹. Le marché doit réduire le montant de tous les droits pour utilisateurs professionnels facturés qui débordent de cette fourchette.

Par ailleurs, les marchés sont également assujettis à un « protocole d'examen » qui établit un processus d'examen, de publication et d'approbation des changements qu'ils apportent, y compris aux droits relatifs aux DMTR. Ce protocole est administré par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la **CVMO**) à l'égard de tous les marchés où se négocient des titres de capitaux propres au Canada, sauf la TSXV. La British Columbia Securities Commission (la **BCSC**) et l'Alberta Securities Commission (l'**ASC**) l'administrent pour la TSXV en vertu de leurs décisions de reconnaissance, et la BCSC en fait de même pour la CSE de concert avec la CVMO.

¹⁹ Au moment de l'introduction de la MEDD, il était question de fixer un montant ou un point de référence pour son application. Toutefois, vu les évolutions dans les autres territoires, ce n'était pas faisable et nous avons opté en lieu et place pour la présente consultation.

-10-

Pour les besoins de notre évaluation, les marchés peuvent être tenus (par exemple en vertu du protocole d'examen) de présenter de l'information supplémentaire à l'appui de la tarification qu'ils proposent. Il pourrait s'agir d'une analyse des répercussions potentielles de la modification sur la structure de l'ensemble du marché ou ses participants, de la méthodologie ayant servi à élaborer la proposition, ou d'une justification du caractère raisonnable du montant proposé relativement à la part que représente le marché individuel dans les niveaux d'activité de l'ensemble du marché²⁰.

4.3. Réglementation actuelle des droits exigés pour les DMTR consolidées

Afin d'atténuer les effets de la fragmentation de l'information propre à un environnement de marchés multiples, les ACVM ont imposé des obligations de transparence à ces marchés et chargé une partie centrale de consolider et de diffuser publiquement les DMTR (l'**ATI pour les titres de capitaux propres**). Conformément aux obligations de transparence prévues à la partie 7 du Règlement 21-101, les marchés transparents sont tenus de fournir le détail de tous les ordres et de toutes les opérations à l'ATI pour les titres de capitaux propres, tandis que les marchés opaques n'ont à lui donner que celui des opérations.

Les obligations réglementaires applicables à l'ATI pour les titres de capitaux propres figurent à la partie 14 du même règlement et comprennent des dispositions relatives à la collecte, au traitement et à la diffusion des DMTR, de même que l'exigence de donner une information rapide et exacte sur les ordres et opérations à tous les participants au marché. Les listes de DMTR consolidées et non consolidées diffusées par cette ATI et décrites plus tôt sont approuvées par les ACVM. Toute modification de ces produits doit être soumise à une consultation publique et à l'approbation des ACVM.

En 2009, la TSX est devenue l'ATI pour les titres cotés autres que les options (l'**ATI de TMX**), garantissant ainsi l'existence d'au moins une source de données consolidées conforme aux normes réglementaires²¹. Au moment de son approbation comme ATI pour les titres de capitaux propres, les ACVM n'avaient pas compétence légale pour créer un régime réglementant les droits relatifs aux données consolidées de l'ATI, dont le contenu en données sous-jacent. C'est pourquoi les droits qu'elle facture pour les listes de DMTR consolidées et non consolidées reposent sur ce qui est appelé un barème de droits « transparent ».

Suivant ce barème, les abonnés accèdent aux DMTR consolidées de l'ATI pour les titres de capitaux propres sous réserve des modalités (dispositions contractuelles et tarification) fixées par chaque marché individuel en lien avec ses données incluses dans le produit de données consolidées. Pour accéder aux listes de DMTR consolidées et non consolidées, ils doivent conclure

²⁰ Le protocole d'examen est imposé aux bourses par leurs décisions de reconnaissance et aux SNP par une décision de leur autorité. Voir le <https://www.osc.ca/en/securities-law/orders-rulings-decisions/candealca-inc-et-al> pour les protocoles d'examen applicables aux SNP, et la rubrique 6 pour la liste des facteurs dont nous tiendrons compte dans l'évaluation des modifications tarifaires.

²¹ Avis 21-309 du personnel des ACVM, *Agence de traitement de l'information sur les valeurs mobilières inscrites en bourse autres que les options*, au https://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/uploadedFiles/General/pdfs_fr/QA%20June%204%202009F.pdf.

-11-

des contrats avec tous les marchés individuels ayant des données dans le produit qu'ils achètent et, selon leur utilisation des listes de DMTR, verser une somme correspondant au total des droits facturés par chacun. S'il y a lieu, l'ATI de TMX exige aussi des frais d'administration en sus de ces droits des marchés, à condition d'être examinés et approuvés par les autorités en valeurs mobilières applicables.

Rubrique 5 – Réglementation des données de marché à l'étranger

Les enjeux de l'accès aux DMTR sont complexes et ne se limitent pas au Canada. Il faut savoir que cet accès a fait l'objet de discussions et de réformes dans plusieurs territoires, dont les É-U et l'UE. De plus, l'OICV a publié un rapport final intitulé *Market Data in the Secondary Equity Market* abordant cette problématique d'un point de vue mondial. Toutes ces évolutions sont exposées ci-après.

5.1 États-Unis

Aux É-U, la Securities and Exchange Commission (la **SEC**) a pris plusieurs mesures pour actualiser et moderniser l'encadrement de la collecte, de la consolidation et de la diffusion de certains données de marché de base. Ces données y sont réglementées par un régime datant de la fin des années 1970 et la SEC a donc entrepris trois projets distincts portant sur leur distribution.

Premièrement, la SEC a avalisé des modifications de la Rule 608 du Regulation National Market System (le **Règlement NMS**) afin d'exiger que la tarification proposée par les programmes en vertu du système national de marché (*national market system plans*) (chacun, un **programme NMS**) soient publiée pour consultation et approuvée par elle²².

Deuxièmement, en mai 2020, elle a prononcé une décision obligeant les bourses de titres de capitaux propres à présenter un nouveau programme NMS relatif, en partie, à la consolidation des données sur les ordres et opérations afférents à ce type de titres, lequel regrouperait les trois programmes existants²³ en un seul et imposerait certaines obligations de gouvernance à l'égard du nouveau programme (la **décision concernant la gouvernance**)²⁴. Les objectifs en étaient de remédier aux inefficiences de la structure actuelle à trois programmes, de même que de résoudre les éventuels conflits entre, d'une part, les intérêts commerciaux des bourses dans leurs offres de données exclusives et, d'autre part, leurs responsabilités à l'égard des données consolidées en vertu des programmes NMS. Le projet de programme NMS déposé par les bourses en réponse à la décision concernant la gouvernance a été publié pour consultation en octobre 2020²⁵. Une décision

²² *Rescission of Effective-Upon-Filing Procedures for NMS Plan Fee Amendments, Securities Exchange Act Release No. 89618* (19 août 2020), 85 FR 65470 (15 octobre 2020).

²³ En vertu des trois programmes NMS, les données consolidées sur les titres de capitaux propres sont diffusées en tant que « Tape A », « Tape B » et « Tape C », respectivement, pour les titres inscrits à la cote de la Bourse de New York (la **NYSE**), à des bourses autres que la NYSE et le Nasdaq, et au Nasdaq. Pour en savoir plus, voir les pages 4 à 8 de la décision concernant la gouvernance, au <https://www.sec.gov/rules/sro/nms/2020/34-88827.pdf>.

²⁴ Voir le <https://www.sec.gov/rules/sro/nms/2020/34-88827.pdf>.

²⁵ Voir SEC, « Joint Industry Plan; Notice of Filing of a National Market System Plan Regarding Consolidated Equity Market Data », disponible au <https://www.sec.gov/rules/sro/nms/2020/34-90096.pdf>.

-12-

d'approbation, avec des modifications, a été rendue en août 2021 sans toutefois être mise en œuvre²⁶.

Troisièmement, en décembre 2020, la SEC a approuvé des règles améliorant le modèle existant de collecte, de consolidation et de diffusion de données (la **règle relative à l'infrastructure des données de marché**)²⁷. Cette règle étoffe le contenu des données de base qui seront rendues largement accessibles dans le cadre des programmes NMS et modifie la façon de les recueillir, de les consolider et de les diffuser. Ces changements visaient à étendre l'ampleur et la profondeur des données consolidées englobées par les programmes NMS de sorte que les courtiers et investisseurs disposent d'information à propos des cotations et des opérations sur les titres qui soit rapide exacte, fiable et équitable²⁸.

La règle relative à l'infrastructure des données de marché introduit aussi la concurrence au sein de la fonction de consolidation et de diffusion en permettant l'intervention de multiples « consolidateurs concurrents » pour toutes les données de marché. L'intention était de favoriser les possibilités pour les participants et les investisseurs d'être mieux servis grâce à des produits de données qui soient consolidés et plus souples, à une infrastructure et à une technologie améliorées, et à des latences réduites par rapport aux données consolidées fournies selon le modèle de consolidation centralisé existant. Le but de cette règle est de contribuer à réduire les coûts pour ceux qui obtiennent les données aussi bien par les programmes NMS que par les listes de données de marché exclusives des bourses, en offrant l'occasion de moins compter sur ces données exclusives et en instaurant une concurrence.

La règle relative à l'infrastructure des données de marché est entrée en vigueur en juin 2021 mais prévoit des dispositions transitoires. Lors la phase initiale de mise en œuvre, certains dépôts ont été effectués en vertu des programmes NMS actuels pour apporter les modifications nécessaires, notamment en lien avec les droits qui seront facturés pour les produits de données consolidées sous le nouveau régime²⁹.

Bien qu'elles ne se rapportent pas expressément aux données de marché, il vaut aussi la peine de noter que le personnel de la Division de la négociation et des marchés de la SEC a publié en 2019 des indications sur les documents relatifs aux droits déposés par les bourses. Il y expose ses attentes sur ce dont celles-ci devraient tenir compte pour démontrer en quoi un projet de modification tarifaire respecte les dispositions de l'*Exchange Act* voulant que les droits, y compris ceux relatifs

²⁶ La décision d'approbation, disponible au <https://www.sec.gov/rules/sro/nms/2021/34-92586.pdf>, a été ultérieurement contestée par un certain nombre de participants aux programmes NMS.

²⁷ Voir la règle définitive au <https://www.sec.gov/rules/proposed/2020/34-88216.pdf>.

²⁸ Voir SEC, « Market Data Infrastructure Rule », disponible au <https://www.federalregister.gov/documents/2021/04/09/2020-28370/market-data-infrastructure>.

²⁹ Pour les dépôts relatifs aux modifications tarifaires proposées, voir le <https://www.sec.gov/rules/sro/nms/2021/34-93625.pdf> dans le cas des programmes CTA et CQ, et le <https://www.sec.gov/rules/sro/nms/2021/34-93618.pdf> dans le cas du programme UTP.

-13-

aux données de marché, soient raisonnables, répartis équitablement et non injustement discriminatoires, et qu'ils n'imposent pas de fardeau indû à la concurrence³⁰.

5.2 Union européenne

Il n'existe actuellement aucune entité de type ATI pour les titres de capitaux propres en Europe. En effet, les marchés sont tenus de mettre à la disposition des participants des données prénégociation et post-négociation (ainsi qu'elles sont appelées en Europe) à des conditions commerciales raisonnables pour y assurer un accès non discriminatoire³¹. Cette information doit aussi être rendue publique gratuitement 15 minutes après publication³².

Au terme de la mise en œuvre de la deuxième version de la directive sur les marchés d'instruments financiers (la **directive MIF II**), l'Autorité européenne des marchés financiers (l'**AEMF**) a jugé nécessaire de revoir l'approche des données de marché, en particulier celles qui sont consolidées. Elle a donc commandé une étude sur la création d'un système consolidé de publication pour la négociation de titres dans l'UE³³ et lancé une consultation à cet égard (la **consultation de l'AEMF**)³⁴.

Cette étude a porté sur l'importance de rendre les données consolidées accessibles en Europe et contenait la recommandation d'instaurer un consolidateur de données exclusif qui soit exécuté comme un service. Cette recommandation a été retenue dans la consultation de l'AEMF, laquelle visait aussi à recueillir des commentaires sur l'éventualité de modifier ses orientations en surveillance prudentielle afin de normaliser le format de publication, la terminologie clé et les propositions législatives, et ce, en vue de mieux comprendre si les données de marché sont fournies à des conditions commerciales raisonnables. Cette consultation a pris fin le 11 janvier 2021 et la version définitive des orientations est parue le 1^{er} juin de la même année³⁵.

En vigueur depuis le 1^{er} janvier 2022, ces orientations exposent les attentes applicables à l'ensemble des autorités nationales compétentes, plateformes de négociation, dispositifs de publication agréés, fournisseurs de systèmes consolidés de publication et internalisateurs

³⁰ Voir SEC, « Staff Guidance on SRO Rule Filings Relating to Fees », disponible au <https://www.sec.gov/tm/staff-guidance-sro-rule-filings-fees>.

³¹ Voir l'article 13, le paragraphe 1 de l'article 15 et le paragraphe 8 de l'article 18 du Règlement concernant les marchés financiers (le **Règlement MiFIR**) ainsi que le paragraphe 1 de l'article 64 et les paragraphes 1 et 2 de l'article 65 de la directive MIF II.

³² Voir le paragraphe 1 de l'article 13 du Règlement MiFIR et le paragraphe 1 des articles 64 et 65 de la directive MIF II.

³³ Voir le http://www.marketstructure.co.uk/wp-content/uploads/Full-Report--The-Study-on-the-Creation-of-an-EU-Consolidated-Tape.pdf?utm_source=%27newsletter%27&utm_medium=%27email%27&utm_campaign=%27EU+Consolidated+Tape+Report+Published+Today+%7C+Market+Structure+Partners%27.

³⁴ Voir le <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-paper-guidelines-mifid-ii-mifir-obligations-market-data#TODO>.

³⁵ Voir AEMF, « Final Report: Guidelines on the MiFID II/MiFIR obligations on market data », disponible au https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4305_final_report_mifid_ii_mifir_obligations_on_market_data.pdf.

systémiques³⁶. Sans être des obligations réglementaires, elles abordent divers sujets, notamment la nécessité de publier des politiques claires et facilement accessibles en matière de données de marchés, la normalisation de certains termes clés comme « client professionnel » et « données affichées », la fourniture de données de marché sur la base des coûts, l'obligation de mettre gratuitement à disposition les données de marché 15 minutes après leur publication, l'obligation de dégroupage des données, une tarification individuelle qui permettrait une facturation unique dans le cas où les données de marché ont été obtenues de plusieurs fournisseurs, et les obligations de transparence pour ce qui est des politiques et frais relatifs aux données de marché.

5.3 OICV

En décembre 2020, l'OICV a publié sur la question de l'accès aux données de marchés un rapport de consultation faisant état de préoccupations soulevées par les participants au marché dans plusieurs territoires relativement au contenu, aux coûts, à l'accessibilité, à l'équité et à la consolidation des données de marché (le **rapport de consultation de l'OICV**)³⁷. Il y sollicitait des commentaires sur un certain nombre d'enjeux et de solutions possibles, et a reçu quelque 40 mémoires en réponse.

Le 28 avril 2022 est paru son rapport définitif intitulé *Secondary Equity Market: Current Issues and Considerations* (le **rapport de l'OICV**)³⁸, qui résume les commentaires obtenus et présente les trois points suivants que les autorités de réglementation devraient prendre en considération dans l'examen des DMTR fournies par les plateformes de négociation et marchés de gré à gré :

1. puisque les données avant et après opérations renferment de l'information importante qui favorise la transparence de la négociation, les autorités devraient tenir compte des besoins des différents types de participants au marché pour prendre des décisions d'investissement, d'acheminement d'ordres et de négociation éclairées;
2. il importe d'offrir aux participants au marché un accès équitable à ces données, car les données de marché ne sont pas toujours interchangeables; les autorités de réglementation devraient examiner la mesure dans laquelle l'accès à des données libres ou différées peut combler les besoins de ces participants;
3. la consolidation des données de marché peut s'avérer utile pour réduire le coût d'accès, déterminer la liquidité et comparer la qualité d'exécution dans les territoires où il y a fragmentation problématique de la liquidité.

³⁶ Les internalisateurs systémiques sont des sociétés de négociation exclusive qui exécutent fréquemment ou systématiquement les ordres des clients hors des plateformes de négociation.

³⁷ Voir OICV, « Market Data in the Secondary Equity Markets: Consultation Report », disponible au <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD667.pdf>.

³⁸ Voir OICV, « Market Data in the Secondary Equity Market: Current Issues and Considerations », disponible au <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD703.pdf>.

Rubrique 6 – Exposé, analyse et considérations du personnel

À l'instar de nos homologues mondiaux, nous avons analysé notre régime réglementaire pour y relever d'éventuelles lacunes ou encore définir des possibilités d'améliorer notre approche réglementaire de l'accès et du recours aux listes directes de DMTR et aux DMTR consolidées.

Notre examen concret visait en outre à mieux comprendre l'évolution du coût de l'accès aux DMTR et de leur utilisation en vue de déterminer d'éventuelles façons de faciliter l'accès aux DMTR consolidées et non consolidées. La présente rubrique traite donc de nos constatations et expose les considérations relatives aux approches potentielles, lesquelles sont détaillées à la rubrique suivante.

6.1 Incidence de la réglementation – RPO et meilleure exécution

Les participants au marché s'inquiètent de l'incidence de la réglementation, en particulier le RPO et les obligations de meilleure exécution, sur la nécessité d'obtenir des données de chaque marché. La plupart estime devoir acquérir des DMTR de tous les marchés afin de s'y conformer, et fait valoir qu'il est globalement onéreux de se les procurer directement des marchés ou indirectement des fournisseurs de données et d'accès. De plus, comme l'ATI pour les titres de capitaux propres utilise un barème de droits transparent, le coût d'achat des produits de données consolidées par son intermédiaire est, lui aussi, jugé élevé.

D'après nos entrevues des participants au marché, l'instauration du seuil de part de marché dans le RPO n'a eu aucune conséquence significative sur leurs utilisation et obtention des DMTR consolidées. Cette absence de changement de comportement peut en partie tenir au fait que les coûts initiaux d'accès aux marchés non protégés visibles et de consommation de leurs DMTR avaient été déjà absorbés à ce moment-là³⁹. Les participants ont également fait preuve d'une relative unanimité dans leur opinion que le maintien d'un accès à la liquidité disponible sur ces plateformes et de la visibilité des négociateurs à cet égard est nécessaire pour réaliser la meilleure exécution pour leurs clients ou éviter l'éventualité d'avoir à défendre leur capacité de la réaliser.

Nous notons par ailleurs que les enjeux et inquiétudes associés au coût de l'accès aux DMTR dans un environnement de marchés multiples ne sont pas exclusifs aux territoires où il existe des obligations de protection des ordres, comme le Canada et les É-U. En effet, des préoccupations analogues entourant l'accès aux DMTR consolidées et non consolidées existent en Europe et dans d'autres territoires dépourvus d'obligations de la sorte. Ces enjeux communs aux territoires sans RPO corroborent l'idée que des préoccupations quant à ces données seraient présentes dans

³⁹ Lors de l'introduction du seuil de part de marché dans le RPO en octobre 2016, cinq plateformes de négociation visibles étaient réputées non protégées aux fins de ce régime. Deux (TSX Alpha et NEO-N) avaient perdu la protection à cause de l'application d'un « ralentisseur » et, parmi les trois autres (les marchés en deçà du seuil), deux (la CSE et NEO-L) l'avaient perdue pour la négociation de titres non inscrits à leur cote, et la dernière, soit Lynx ATS, marché sœur d'Omega ATS, parce qu'elle n'atteignait pas le seuil. Voir le <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/0-avis-acvm-staff/2016/2016juin20-23-316-avis-acvm-fr.pdf>.

l'environnement actuel sans égard au RPO. C'est aussi ce que nous avons retenu des entrevues menées.

Considération 1 du personnel des ACVM : Vu le peu d'incidence qui devrait en résulter sur l'accès aux DMTR et la rétroaction obtenue au cours des entrevues, nous sommes d'avis que d'éventuelles modifications du RPO ou des obligations de meilleure exécution ne dissiperaient pas les préoccupations des intéressés en la matière, mais nous sollicitons néanmoins des commentaires à ce sujet ci-après.

6.2 Incidence de l'approche réglementaire actuelle des droits relatifs aux DMTR

a) *Recours à la MEDD dans la réglementation des droits pour utilisateurs professionnels*

Dans l'ensemble, les processus réglementaires actuels d'examen et d'approbation des droits relatifs aux DMTR se sont peu répercutés sur ces droits⁴⁰. Même si la MEDD a aidé à gérer l'augmentation des droits pour utilisateurs professionnels de certains marchés, ultimement, les économies réalisées sur les réductions tarifaires des uns ont été neutralisées au fil du temps par les hausses des autres que la fourchette de droits calculée autorisait⁴¹. Résultat : l'efficacité de la MEDD s'est érodée d'année en année. Cet effet à long terme témoigne des difficultés à l'appliquer, en particulier à l'égard des points de référence de base actuels (c'est-à-dire les montants de référence) servant à établir le prix des données consolidées en vue de l'attribution des droits relatifs aux données de marché⁴².

Par ailleurs, de l'avis de certains participants au marché, davantage de transparence quant aux fourchettes de droits calculées annuellement selon la MEDD serait utile pour mieux expliquer les changements observés dans les droits facturés aux abonnés professionnels.

Notre examen des autres régimes de réglementation des droits relatifs aux DMTR révèle que le Canada est l'exception en ce qui concerne l'application d'une méthode afin de réglementer directement les droits pour utilisateurs professionnels. Nous n'avons connaissance d'aucun autre territoire recourant à une MEDD ou à une formule analogue à cette fin. C'est pourquoi, si nous devons continuer à utiliser et à appliquer la MEDD, il nous faudrait remédier à sa principale faiblesse, à savoir l'absence de points de référence appropriés.

Considération 2 du personnel des ACVM : Faire appel à l'externe, par exemple à un consultant, à un chercheur ou à un expert du secteur, pour l'examen de la MEDD et de sa pertinence dans le contexte des évolutions nationales et internationales des marchés de titres de capitaux propres.

⁴⁰ La tarification de tous les marchés est subordonnée à l'examen et à l'approbation de la CVMO, sauf celle de la TSXV, qui relève de la BCSC et l'ASC.

⁴¹ Voir les figures 11 et 12 de l'Annexe A pour les tendances au chapitre des frais d'abonnement professionnel et le rôle qu'y joue l'exploitant de chaque marché.

⁴² Dans les textes antérieurs sur les points de référence de base, nous avons également parlé du concept de « montant de référence ». L'expression « points de référence » utilisée dans le présent document de consultation englobe les deux concepts.

-17-

L'examen devrait comporter une évaluation des points de référence dont le personnel des ACVM se sert pour attribuer la part des droits à facturer par les marchés selon la MEDD.

Considération 3 du personnel des ACVM : Dans l'intervalle, vérifier s'il convient de publier les fourchettes de droits calculées.

b) Approche actuelle de la réglementation des droits autres que pour utilisateurs professionnels

La MEDD n'est appliquée qu'aux droits d'abonnement facturés aux professionnels. Tous les autres droits relatifs aux DMTR sont soumis aux conditions d'examen évoqués précédemment. Cette approche s'est traduite par des hausses marquées des droits totaux cumulatifs puisque chaque plateforme introduit des droits exigés par d'autres, à des tarifs similaires, de telle sorte que, dans certains cas, ces droits cumulatifs ont doublé, voire triplé, durant la période indiquée⁴³. Or, de par leur nature, ces modifications tarifaires sont rarement publiées pour consultation. Nous sommes d'avis qu'autant les intéressés que le processus d'examen réglementaire gagneraient d'une plus grande transparence à cet égard.

Considération 4 du personnel des ACVM : Rehausser la transparence de toute proposition se rapportant aux droits relatifs aux DMTR, y compris d'abonnement non professionnel, en obligeant les marchés, dans le cadre du processus réglementaire d'examen et d'approbation, à publier les modifications proposées avant leur approbation.

c) Approche actuelle du régime réglementaire des DMTR consolidées

Comme mentionné plus haut, un barème de frais « transparent » s'applique aux participants au marché qui accèdent aux DMTR par l'entremise de l'ATI pour les titres de capitaux propres ainsi qu'à certains fournisseurs. S'agissant de l'utilisation des listes de DMTR consolidées et non consolidées de cette ATI, voici nos observations :

1. les courtiers canadiens sont peu nombreux à consommer des listes de DMTR consolidées et non consolidées émanant directement de l'ATI; la plupart se fient plutôt aux fournisseurs de données ou d'accès, ou encore consolident eux-mêmes les DMTR (**l'autoconsolidation**);
2. les fournisseurs d'accès ont besoin de listes directes pour faciliter l'accès aux opérations et feront aussi de l'autoconsolidation, mais ils peuvent demander à l'ATI pour les titres de capitaux propres certaines listes de DMTR non consolidées, habituellement issues de marchés de plus petite envergure;

⁴³ Voir les figures 9 et 10 de l'Annexe A, qui montrent une envolée des PAO tirés de la distribution de données et des licences de données.

-18-

3. des fournisseurs de données se servent des listes de DMTR consolidées de l'ATI pour les titres de capitaux propres afin d'éviter de dépenser pour mettre au point et maintenir eux-mêmes des produits de DMTR consolidées;
4. ceux qui accèdent aux DMTR par cette ATI sont plus susceptibles d'acheter des listes non consolidées que consolidées;
5. l'emploi d'un barème de droits « transparent » a souvent été relevé comme entravant la prise en charge des listes de DMTR consolidées de l'ATI, à cause du coût, mais aussi du fardeau administratif inhérent à la signature de contrats avec chaque marché individuel.

Au regard de ces constatations et de certaines des autres préoccupations entourant l'accès aux DMTR consolidées en général, nous estimons nécessaire de revoir le régime de consolidation des données en vue de faciliter davantage l'accès aux DMTR.

Considération 5 du personnel des ACVM : Améliorer l'accès aux DMTR consolidées et leur utilisation en faisant fond sur le modèle actuel d'ATI pour les titres de capitaux propres ou en en introduisant un nouveau aux fins de la consolidation des données.

6.3 Augmentation des coûts de l'accès aux DMTR consolidées

- a) *Augmentation continue des coûts de l'accès aux données de marché avec la multiplication des marchés*

Depuis l'introduction des règles relatives aux marchés en 2001⁴⁴, le marché canadien est passé de deux bourses réglementées⁴⁵ ne permettant les négociations que sur les titres inscrits à leur cote à 15 marchés ou plateformes⁴⁶ exploités par dix sociétés⁴⁷ et permettant les échanges de titres inscrits à la cote de la TSX, de la TSXV, de la CSE et de la Bourse NEO⁴⁸. Le lancement de nouveaux marchés et l'introduction de droits relatifs aux DMTR – par exemple pour leurs réception, distribution et utilisation – ont eu un effet cumulatif sur les coûts. Leurs conséquences sur les participants varient selon que les droits sont supportés au niveau de l'utilisateur ou de l'organisation, et d'après leurs modalités de partage entre les secteurs d'activité. Quant à l'incidence sur les fournisseurs de données et d'accès, elle sera fonction de la mesure dans laquelle ils absorbent les coûts ou les transfèrent aux clients. On trouvera à l'Annexe

⁴⁴ Ces règles visaient à instaurer un régime permettant la concurrence entre les bourses classiques et les [SNP], tout en assurant l'équité et la transparence des opérations. Voir le https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/irps/rule_20000728_atproposal.pdf.

⁴⁵ Exploitées par la Bourse de Toronto Inc. et la société Canadian Venture Exchange Inc. (maintenant la Bourse de croissance TSX Inc.).

⁴⁶ Communément appelés TSX, TSXV, Alpha, CSE, Nasdaq CXC, Nasdaq CX2, Nasdaq CXD, NEO-L, NEO-N, NEO-D, Omega ATS, Lynx ATS, MATCHNow, Liquidnet et ICX.

⁴⁷ Alpha Exchange Inc., CNSX Markets Inc., Système Instinet Canada Cross, Liquidnet Canada Inc., Nasdaq CXC Limited, La Bourse Neo Inc., Tradelogy Markets Inc., TriAct Canada Marketplac LP, TSX Inc. et Bourse de croissance TSX Inc.

⁴⁸ Les titres inscrits à la cote de la TSX et de la TSXV peuvent être négociés sur tous les marchés canadiens. Ceux inscrits à la cote de la CSE et de la NEO peuvent actuellement l'être sur douze et sept plateformes de négociation, respectivement.

-19-

A plusieurs exemples des répercussions de ces hausses cumulatives sur le coût d'accès et d'utilisation des DMTR dans le cas de ceux qui consomment des données de plusieurs marchés.

Depuis 2001, l'évolution technologique et l'automatisation de maintes activités commerciales ont changé la manière d'utiliser les DMTR pour prendre des décisions de négociation et d'investissement. À preuve, la transition perceptible des opérations manuelles vers les opérations automatisées et le recours accru à des MIAO, à des algorithmes et à l'intelligence artificielle dans les décisions de négociation et d'acheminement. S'y ajoutent les applications de plus en plus sophistiquées et riches en données que les courtiers offrent à leurs clients dans le but de faciliter et de simplifier les opérations. Les changements conséquents dans la consommation et l'utilisation des DMTR ont amené les marchés à instaurer de nouveaux droits à l'image de cette nouvelle réalité, par exemple des droits d'utilisation sans affichage permettant de se servir des DMTR dans les applications d'analyse ou de négociation. Ces droits ont également entraîné l'effet cumulatif illustré dans les figures 28 à 31 de l'Annexe A.

Nous savons par ailleurs que l'intensification de l'activité de négociation des investisseurs individuels ces dernières années s'est traduite par une utilisation accrue des cotations, laquelle a contribué à hausser les coûts relatifs aux DMTR pour les participants au marché, surtout lorsqu'ils sont sinon ingérables pour ces derniers⁴⁹.

b) Effet de la concurrence sur les droits relatifs aux DMTR

Des questions se posent quant à l'incidence que la concurrence au chapitre des ordres peut avoir sur les droits relatifs aux DMTR. L'opinion majoritaire est que la non-interchangeabilité des DMTR (soit l'impossibilité de substituer les données propres à un marché à celles d'un autre) entraîne un manque de concurrence et, par ricochet, l'absence de pression à la baisse sur ces droits.

Or, la concurrence peut influencer positivement sur certains droits de marché. Par exemple, les figures 4 et 5 de l'Annexe A illustrent la variation des frais de négociation en réponse à une concurrence accrue entre les marchés au niveau de l'activité de négociation. En revanche, les droits relatifs aux DMTR et autres droits ne semblent pas suivre de tangente similaire. Cette observation vaut tout particulièrement pour les droits d'affichage, d'utilisation sans affichage et de distribution auxquels, comme susmentionné, la MEDD ne s'applique pas. Il ressort de notre examen concret que l'arrivée de nouveaux marchés ou l'introduction de droits de données similaires n'a suscité aucune réponse concurrentielle subséquente de la part des marchés facturant déjà de tels droits, ce qui confirme la pression concurrentielle limitée s'exerçant sur ces droits.

Toutefois, notre examen concret a aussi révélé plusieurs cas de réduction tarifaire par des marchés, sous les pressions réelles des participants au marché ou perçues de la concurrence. En particulier :

⁴⁹ Les courtiers peuvent fournir des données différées dans certaines circonstances afin de gérer ces coûts ou, si cela leur est offert par un marché et accessible, conclure des « ententes pour entreprises » leur permettant de payer une somme forfaitaire fixe ou de bénéficier d'un barème de frais couvrant l'utilisation dans son intégralité ou jusqu'à un niveau déterminé.

-20-

- la TSX a ramené ses droits d'abonnement professionnel pour les DMTR de niveau 1 de 38 \$ en 2010 à 30 \$ en 2012, bien qu'elle ait accru ses autres droits durant la même période⁵⁰;
- la TSXV a abaissé ses droits d'abonnement non professionnel relatifs aux DMTR en 2013;
- la TMX a mis en place divers programmes de tarification pour entreprises ayant pu faire baisser les droits applicables aux utilisateurs non professionnels;
- Nasdaq Canada a instauré le programme « Nasdaq Basic Canada », qui offre une option à coût potentiellement moindre à ceux ne nécessitant qu'une indication des cours des titres de capitaux propres canadiens.

Par ailleurs, d'aucuns peuvent faire valoir que les retards dans l'introduction de certains droits courants ou l'absence de majoration des barèmes de droits fixés pendant de longues périodes peuvent aussi laisser croire à l'existence de pressions concurrentielles⁵¹.

c) Influence des coûts sur les DMTR mises à la disposition des utilisateurs

Les participants au marché ont indiqué que les décisions quant au niveau d'accès aux DMTR offert aux utilisateurs dépendent parfois du coût. Il apparaît que les clients individuels, conseillers en gestion du patrimoine et conseillers en placement inscrits n'obtiennent souvent que des DMTR de tête du registre des marchés d'inscription en raison des coûts additionnels qu'il faut assumer pour fournir l'accès aux DMTR de toute la profondeur du registre de tous les marchés. Il en est de même pour bien des gestionnaires de portefeuille. À notre connaissance, ces utilisateurs se servent souvent de l'information sur les cotations aux fins d'indications sur les cours.

D'après des participants au marché, le niveau d'accès aux DMTR (DMTR de tête du registre des marchés d'inscription seulement, contre DMTR consolidées de tous les marchés) est fonction des besoins de chaque utilisateur. Ainsi, certains participants ne souhaitent accéder qu'à l'information sur le meilleur cours, tandis que d'autres peuvent aussi vouloir connaître le volume disponible au meilleur cours afin de décider de la façon optimale de procéder (c'est-à-dire passer un ordre négociable ou non).

⁵⁰ D'aucuns soutiendraient que cette réduction était une réponse non pas à la concurrence, mais plutôt aux pressions des courtiers et du secteur, y compris celles ayant découlé des conclusions de l'étude commandée par l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières et intitulée *An Economic Study of Securities Market Data Pricing by Canadian Trading Venues* (juin 2011), disponible au <https://iiac.ca/wp-content/themes/IIAC/resources/1580/original/SLCG-Canadian-Market-DataJune%207.pdf>.

⁵¹ Les figures 16 à 27 de l'Annexe A montrent que la CSE et Tradelogiq n'ont introduit des droits de distribution des données qu'en 2017 et en 2019, respectivement, même si toutes deux étaient en activité depuis plus de dix ans. De même, les figures 28 à 31 indiquent que Nasdaq Canada et Tradelogiq ont seulement instauré des droits d'utilisation sans affichage en 2019 et que la CSE n'en facture pas encore.

-21-

Pour évaluer la mesure dans laquelle les données des marchés d'inscription suffisent à observer les meilleurs cours, nous avons réalisé une analyse quantitative qui révèle que l'accès aux DMTR de tête du registre des seuls marchés d'inscription ne semble suffire que dans la plupart des cas où les utilisateurs cherchent à accéder à l'information sur les meilleurs cours, sauf en ce qui concerne les fonds négociés en bourse (les **FNB**) inscrits à la TSX⁵². S'agissant de ces fonds, nous avons noté une plus forte probabilité que de l'information sur le meilleur cours soit disponible sur les marchés distants, ce qui signifie que les investisseurs souhaitant l'obtenir seraient mieux servis en accédant aux DMTR consolidées.

Nous avons également évalué si les DMTR des marchés d'inscription fournies aux utilisateurs répondraient à leurs besoins d'information sur le volume disponible au meilleur cours – par exemple, lorsque ces volumes peuvent influencer sur la décision d'un client individuel d'effectuer ou non une opération ainsi que sur son choix du type d'ordre pour la réaliser⁵³. Résultat : pour les petits ordres (au plus 1 000 \$), l'accès à ce volume sur les marchés d'inscription seulement peut être suffisant⁵⁴. Toutefois, le risque que l'investisseur manque d'information pertinente au sujet de la taille disponible au meilleur cours sur tous les marchés s'accroît avec la valeur de l'ordre. Ainsi, disposer de DMTR de tête de registre du marché d'inscription peut bien souvent se révéler insuffisant pour ces utilisateurs, en particulier quand l'ordre dépasse 10 000 \$⁵⁵.

Nous convenons que donner accès aux DMTR consolidées à de tels utilisateurs pourrait être coûteux, tant sur le plan des droits facturés par les marchés que des frais supplémentaires exigés par les fournisseurs de données d'affichage. Or, d'un point de vue réglementaire, nous pensons qu'il les aiderait à prendre des décisions mieux éclairées. Selon les principes de la transparence, il est approprié de prendre des mesures réglementaires leur facilitant un accès plus économique à ces données.

Considération 6 du personnel des ACVM : Toute option envisagée face à la problématique du coût des DMTR devrait suffisamment inciter les participants au marché à fournir des DMTR consolidées à leurs clients lorsque cette fourniture est volontaire, ou contribuer à neutraliser les coûts explicites supplémentaires s'il fallait qu'elle leur soit imposée.

d) Autres incidences notables sur les coûts – fardeau administratif

Les participants au marché se disent aussi préoccupés par les coûts croissants et l'inefficacité à gérer et à administrer les relations contractuelles avec plusieurs marchés en vue d'obtenir et de maintenir l'accès aux DMTR consolidées et non consolidées. Ces préoccupations découlent de

⁵² Voir les tableaux 1 à 3 de l'Annexe A.

⁵³ Par exemple, la décision d'un client individuel de privilégier un ordre au marché, un ordre à cours limité négociable ou un ordre à cours limité non négociable pourrait dépendre du cours et du volume observés.

⁵⁴ Aux fins du présent document de consultation, nous avons jugé l'accès au meilleur cours et au volume suffisant si un participant au marché a pu obtenir un accès et une visibilité à l'égard des deux tiers des DMTR du marché d'inscription.

⁵⁵ Voir les figures 34 à 39 de l'Annexe A.

-22-

l'accroissement du nombre de contrats requis pour chaque marché qui s'ajoute⁵⁶. Ils se plaignent en outre de la variation du libellé des contrats d'accès aux données et des différentes interprétations de clauses similaires. Le manque d'uniformité des définitions d'expressions clés (par exemple, « professionnel » ou « non professionnel ») ainsi que de l'application des politiques relatives aux données (par exemple, en matière d'utilisation sans affichage) ou des offres groupées ou paquets de produits peuvent influencer sur les coûts et les données qui sont sélectionnées⁵⁷. Les incohérences entre les marchés ainsi qu'au sein d'un seul et même sont monnaie courante d'année en année.

Considération 7 du personnel des ACVM : L'instauration de conditions clés, comme les définitions des clients professionnels et non professionnels de même que sur l'utilisation sans affichage, qui soient normalisées et obligatoires réduiraient probablement les entraves à l'accès aux DMTR consolidées.

Considération 8 du personnel des ACVM : Globalement, dans le contexte de l'exposé ci-dessus sur l'augmentation des coûts d'accès aux DMTR consolidées, les options réglementaires devraient focaliser sur la facilitation de l'accès à ces données afin qu'il soit ouvert à tous à un prix raisonnable.

Rubrique 7 – Options proposées

Les options proposées ci-dessous reposent sur les considérations du personnel des ACVM exposées à la rubrique précédente. Devant la complexité des enjeux, les opinions polarisées des intervenants, les approches mises de l'avant à l'étranger et les particularités du marché canadien, nous envisageons les options initiales et à plus long terme suivantes :

Options initiales en réponse aux considérations du personnel (horizon de 1 à 2 ans)	Options à plus long terme en réponse aux considérations du personnel (horizon supérieur à 2 ans)
1. Accroître la transparence des modifications tarifaires proposées par les marchés	1. Améliorer l'accès aux DMTR consolidées en faisant fond sur le modèle d'ATI actuel
2. Faire appel à l'externe pour examiner l'usage que l'on fait de la MEDD et les points de référence orientant l'attribution de droits, et rehausser la transparence de la MEDD en	2. Introduire un nouveau modèle de consolidation des données afin d'améliorer l'accès aux DMTR consolidées

⁵⁶ Selon que le participant consolide lui-même les données ou reçoit un produit de données consolidées de l'ATI de la TMX car ce dernier possède un barème de droits transparent.

⁵⁷ À titre d'exemple, les différences au chapitre des définitions des expressions « professionnel » et « non professionnel » peuvent amener les courtiers d'investisseurs individuels à appliquer la définition la plus étroite de cette seconde expression à un client pour toutes les données qui lui sont fournies. Or, le fait de considérer implicitement le client comme « professionnel » sous cette approche peut influencer sur le courtier dans sa facturation des coûts ou le conduire à limiter l'accès dudit client aux DMTR en lui fournissant des données différenciées uniquement.

-23-

publiant les fourchettes de droits de chaque marché	
3. Former un groupe sectoriel pour aider à normaliser les conditions et définitions clés relatives à l'accès aux DMTR et à leur utilisation entre les marchés et les participants au marché	

Bien que certaines de ces options soient mutuellement exclusives, bon nombre peuvent être mises en œuvre conjointement. Nous sollicitons des commentaires sur l'ensemble des options proposées et, comme nous l'avons déjà mentionné, tout projet de modification réglementaire issu de la consultation serait à son tour publié pour consultation en temps et lieu.

7.1 Options initiales

- a) *Accroître la transparence de toute proposition tarifaire relative aux DMTR en obligeant les marchés, dans le cadre du processus d'examen et d'approbation réglementaires, à publier les projets de modification au moment de leur dépôt pour approbation.*

À l'heure actuelle, les modifications tarifaires des marchés sont publiées aux fins de consultation publique lorsque, de l'avis du personnel des autorités en valeurs mobilières, elles peuvent se répercuter considérablement sur le marché, sa structure, ses membres, les émetteurs, les investisseurs ou les marchés des capitaux canadiens, ou qu'elles soulèvent par ailleurs des préoccupations réglementaires ou d'intérêt public rendant pareille consultation nécessaire⁵⁸. Dans ces cas, elles sont généralement publiées pour 30 jours. Si l'autorité en valeurs mobilières décide de les approuver, le marché doit répondre à toutes les observations reçues dans son avis d'approbation, qui est publié par cette autorité.

Cette option implique de remplacer le processus actuel par une obligation, pour les marchés, de publier pour consultation tous leurs projets de modification des droits relatifs aux DMTR dans le cadre du processus d'examen et d'approbation. Ce processus leur imposerait la discipline de justifier publiquement toute modification de droits ou de barèmes.

L'information à publier sur la modification tarifaire proposée comprendrait les éléments suivants :

1. une explication de la conformité de cette modification avec les obligations réglementaires prévues au paragraphe 1 et au sous-paragraphe a du paragraphe 3 de l'article 5.1 du Règlement 21-101 (aussi appelées les **règles d'accès équitable**) de même qu'à la partie 10 des critères de reconnaissance de la bourse, s'il y a lieu, dont le caractère raisonnable, l'équité, l'adéquation et la transparence;

⁵⁸ Il s'agit de la pratique en vigueur en Ontario.

-24-

2. une description et une analyse de la modification tarifaire proposée qui inclut l'information courante soumise avec une telle proposition, dont :
- a. une description de cette modification;
 - b. la date prévue de sa mise en œuvre;
 - c. sa raison d'être et toute analyse à l'appui;
 - d. une description de toute méthode de fixation des droits proposés;
 - e. une analyse des répercussions sur les intéressés;
 - f. un aperçu de toute solution de rechange envisagée;
 - g. toute analyse comparative des droits proposés par rapport à ceux facturés pour des services analogues par d'autres marchés au Canada et ailleurs;
 - h. les coûts de production du produit ou du service, s'il y a lieu.

Les marchés pourraient notamment rendre ces propositions publiques en y consacrant une page détaillée sur le site Web de l'autorité en valeurs mobilières ou du marché concerné, où elles seraient disponibles avec leurs détails pour examen par les parties intéressées. L'approbation ne serait donnée qu'au moins 30 jours après, ou dans un intervalle encore plus long si la complexité de la proposition le justifie, ce qui permettrait aux parties intéressées de s'exprimer auprès des autorités en valeurs mobilières. Les marchés n'auraient pas à répondre publiquement aux commentaires reçus, mais le personnel des autorités en tiendrait compte dans son processus d'examen régulier.

QUESTION N^o 1 : Veuillez indiquer toute conséquence imprévue que cette option, si elle était retenue, pourrait avoir sur le secteur d'activité, les marchés ou votre organisation.

QUESTION N^o 2 : Cette approche satisferait-elle au besoin accru de transparence des modifications tarifaires proposées et de leur processus d'examen? Dans l'affirmative, quels en seraient les avantages? Dans la négative, expliquez pourquoi et précisez s'il y d'autres exigences à considérer.

- b) *Faire appel à l'externe pour examiner la MEDD et sa pertinence dans le contexte des évolutions des marchés de titres de capitaux propres au Canada et à l'étranger. Cet examen devrait notamment porter sur les points de référence avec lesquels le personnel des ACVM pourrait s'orienter pour attribuer la part des droits facturables par les marchés selon cette méthode. Il faudrait rendre transparentes les fourchettes de droits attribuées à chaque marché.*

-25-

Comme il est indiqué ci-dessus, la MEDD a contribué à ralentir la croissance des droits d'abonnement professionnel facturés par les marchés, mais son efficacité a diminué au fil du temps à cause d'enjeux associés aux points de référence actuels et à son application. Cette option implique de confier à une partie externe le mandat d'examiner la MEDD dans le but de fixer des points de référence appropriés pour les droits relatifs aux DMTR consolidées et d'aborder certains des autres enjeux entourant son application.

Il peut être impossible ou indésirable d'appliquer la MEDD à toutes les catégories actuelles et futures de droits relatifs aux données, en particulier celles moins associées à l'utilisation de données et pour lesquelles les mesures sous-jacentes avant et après opérations pourraient être d'une pertinence moindre – par exemple les droits de distribution ou les droits afférents aux listes. Une telle application commanderait la création de points de référence à l'égard de chacune des catégories de droits visées. En outre, la capacité d'étendre l'application de la MEDD à de plus amples catégories pourrait se trouver restreinte par les définitions et les barèmes de droits selon lesquels les marchés facturent des droits pour ces catégories (à titre d'exemple, les droits d'utilisation sans affichage), à moins que les conditions et définitions clés relatives aux DMTR ne soient davantage normalisées. En conséquence, l'application de la MEDD pourrait demeurer réservée aux droits d'abonnement professionnel, mais être éventuellement élargie à ceux d'abonnement non professionnel.

Cette option commande également de publier les fourchettes de droits calculées à l'aide de la MEDD en vue d'accroître la transparence et la responsabilisation et de favoriser l'équité entre les marchés. Ainsi, les marchés et participants au marché qui consomment des DMTR pourraient tous mieux comprendre pourquoi certains marchés ont pu être autorisés à majorer leurs droits relatifs aux DMTR facturés aux utilisateurs professionnels et, éventuellement, non professionnels.

QUESTION N° 3 : Quelles sont vos réserves, le cas échéant, à ce que l'utilisation de la MEDD se poursuive? Si elle devait continuer, quels changements faudrait-il opérer?

QUESTION N° 4 : L'application de la MEDD est-elle appropriée pour les données des marchés de capital de risque et des marchés des grandes capitalisations?

QUESTION N° 5 : Convient-il d'étendre l'application de la MEDD au-delà des droits d'abonnement? Par exemple, devrait-on l'appliquer aux droits d'utilisation sans affichage et de distribution (interne ou externe) eu égard aux défis potentiels évoqués plus haut?

QUESTION N° 6 : Quels sont les avantages et risques potentiels du fait de rendre transparentes les fourchettes de droits calculées à l'aide de la MEDD? Les autres éléments de la MEDD (par exemple les points de référence ou les paramètres clés) devraient-ils être plus transparents? Dans l'affirmative, veuillez motiver votre réponse.

-26-

QUESTION N° 7 : Devrions-nous envisager l'adoption d'une méthode pour les droits d'abonnement non professionnel? Dans l'affirmative, que faudrait-il y incorporer? Dans la négative, expliquez pourquoi.

- c) *Former un groupe sectoriel pour aider à normaliser les conditions et définitions clés relatives à l'accès aux DMTR et à leur utilisation entre les marchés et les participants au marché.*

Cette option suppose la formation d'un groupe sectoriel composé d'experts de données de participants au marché (fournisseurs, courtiers, investisseurs institutionnels, etc.) ayant besoin d'accéder aux DMTR et de les utiliser, ainsi que d'effectifs de marchés compétents en administration de contrats relatifs à ces données. Ce groupe serait chargé de circonscrire et de normaliser les conditions et définitions clés (par exemple celles d'utilisateurs « professionnels » et « non professionnels ») qui prêtent à confusion et sont difficiles à comprendre, à maintenir et à vérifier dans le contexte de l'accès aux listes de DMTR.

Cette normalisation aiderait à éliminer certaines frictions et entraves à l'accès aux DMTR consolidées pouvant résulter des différentes interprétations données aux conditions et définitions associées aux DMTR, comme indiqué plus tôt. À cette fin, ce groupe pourrait également élaborer des scénarios d'utilisation pour garantir une facturation cohérente des droits d'accès et d'utilisation aux utilisateurs de DMTR. Seraient ensuite envisagées l'adoption et la mise en œuvre obligatoires de conditions et de définitions normalisées en matière d'accès aux listes de DMTR consolidées et non consolidées, lesquelles pourraient potentiellement jeter les bases des options à long terme visant à améliorer l'accès aux DMTR consolidées décrites à la rubrique suivante.

Il est entendu que l'imposition de l'obligation d'adopter et de mettre en œuvre des conditions et définitions normalisées ne signifie pas pour autant que les marchés doivent exiger des droits dans chaque catégorie. Ainsi, un marché pourrait continuer de ne pas en facturer aux abonnés qui sont des utilisateurs finaux, mais serait tenu d'employer les conditions et définitions normalisées s'il en instaure.

Par ailleurs, l'intention serait de cantonner l'exercice de normalisation aux principales modalités directement liées à la réception et à l'utilisation de DMTR qui, à notre connaissance, sont source de frictions et d'entraves à l'accès aux DMTR consolidées. Pour l'instant, il ne serait pas envisagé de définir le libellé standard des modalités contractuelles qui sont de nature plus commerciale, comme les clauses d'indemnisation. Les conditions et définitions visées pourraient comprendre les définitions et restrictions d'utilisation applicables à ce qui suit :

1. les catégories d'utilisateurs finaux (par exemple, abonnés professionnels et non professionnels);
2. les catégories d'utilisation sans affichage;

-27-

3. la distribution interne par opposition à externe;
4. les données en temps réel par opposition à différées.

QUESTION N°8 : Devrait-on élaborer des conditions et définitions clés normalisées, notamment dans le cas des utilisateurs professionnels et non professionnels, pour l'accès aux produits de DMTR ainsi que leurs réception, distribution et utilisation? Dans l'affirmative, quels seraient les avantages d'une telle approche? Dans la négative, expliquez pourquoi.

QUESTION N° 9 : Quelles autres conditions et définitions clés devrait-on normaliser et de quels facteurs ou enjeux sectoriels existants devrait-on tenir compte à cette fin?

QUESTION N° 10 : Cette approche aiderait-elle à dissiper les préoccupations des participants au marché quant au fardeau administratif lié à l'accès aux DMTR consolidées et à leur utilisation? Veuillez motiver votre réponse.

QUESTION N° 11 : Quelles seraient les conséquences inattendues, s'il y en a, de la normalisation des conditions et définitions clés relatives aux DMTR?

7.2 Options à plus long terme

- a) *Faire fond sur le modèle d'ATI actuel en instaurant un modèle d'ATTI+.*

Conformément au régime de réglementation actuel des DMTR consolidées, autant l'ATI pour les titres de capitaux propres que les marchés sont tenus à certaines obligations à l'égard de ces données en vertu du Règlement 21-101. Ainsi, c'est l'ATI qui recueille, normalise et consolide les données des marchés sur les ordres et opérations et qui les diffuse à ses abonnés, mais les droits et les modalités contractuelles en lien avec l'utilisation des données sont, quant à elles, fixées par chaque marché suivant le barème de droits « transparent » décrit ci-dessus. Par conséquent, l'ATI pour les titres de capitaux propres assume les fonctions d'une agence technique de traitement de l'information (une **ATTI**) en ce qu'elle s'occupe purement de la consolidation et de la distribution, sans jouer de rôle administratif.

Selon cette option, nous imposerions un modèle d'ATTI rehaussée (un **modèle d'ATTI+**) qui pourrait répondre aux préoccupations sur le coût de l'accès aux DMTR consolidées et de leur utilisation en plafonnant les droits facturés par les marchés pour leurs données sur les ordres et les opérations qui sont consommées grâce aux produits consolidés distribués par l'ATTI – soit, actuellement, les listes *CBBO protected*, *CBBO all markets*, *CLS*, *CDB protected* et *CDB*. Ces plafonds seraient fixés par les ACVM. Par exemple, ces dernières pourraient empêcher les marchés de demander davantage qu'un pourcentage fixe de leurs droits déterminés pour les données consommées par l'entremise de l'ATTI. Les plafonds pourraient s'appliquer aux droits d'affichage, d'utilisation sans affichage et de distribution.

Les plafonds relatifs aux produits consolidés distribués par l'ATTI pourraient être établis à la lumière d'un certain nombre de facteurs, notamment :

-28-

1. la mesure dans laquelle ces produits offrent un degré de granularité ou un contenu comparable à celui des listes individuelles de chaque marché;
2. la mesure dans laquelle la conciliation entre les besoins du consommateur et le coût des DMTR pourrait accroître la valeur des données consolidées pour les utilisateurs finaux.

Il serait également possible, en guise de plafonds, de fixer des prix de référence pour les diverses utilisations de chaque produit consolidé de l'ATTI, ce qui supposerait l'application de la MEDD afin de déterminer ce que chaque marché est autorisé à facturer pour la part représentée par ses DMTR dans les produits de l'ATTI.

Finalement, nous pourrions aussi déterminer que les PAO tirés des produits consolidés de l'ATTI soient attribués à chaque marché en fonction d'un certain nombre de facteurs, dont la valeur informative de la contribution différentielle de chacun aux produits de données consolidées.

Sous ce modèle, il pourrait exister un seul ATTI ou plusieurs.

Des mécanismes pourraient par ailleurs être nécessaires pour garantir la pérennité d'une ATTI. Par exemple, si aucune entité ne se propose pour agir en tant que l'ATTI, il pourrait falloir obliger les marchés à aider à créer une pareille entité responsable des fonctions techniques de consolidation et à veiller à ce qu'elle reste viable.

QUESTION N° 12 : Le plafonnement des droits facturés par les marchés pour leurs DMTR consommées par l'entremise des produits de l'ATTI influencerait-il sur la consommation et l'utilisation des DMTR consolidées? Dans l'affirmative, de quelle façon? Dans la négative, pourquoi et quelles seraient les solutions de rechange, le cas échéant?

QUESTION N° 13 : Sous cet angle d'approche, croyez-vous que les fournisseurs de données commenceraient à offrir des produits de l'ATTI et à passer à l'utilisateur final les économies de coûts ainsi réalisées? Dans la négative, qu'est-ce qui les y encouragerait? Entrevoyez-vous des conséquences imprévues potentielles de cette approche?

QUESTION N° 14 : De quelles manières devrait-on envisager d'établir des plafonds, et sur quels facteurs devrait-on se baser pour les fixer?

- b) *Instituer un nouveau modèle de consolidation de données reposant sur une ATI administrative.*

La seconde option prévoit la création d'un nouveau modèle de distribution de DMTR consolidées au Canada qui pourrait être conçu pour répondre à plusieurs enjeux touchant l'accès à ces données et à leur utilisation. Ce modèle consiste à mettre en place une agence administrative de traitement de l'information (une AATI) chargée d'en établir et gérer les composantes qui se rapportent à l'accès aux produits de DMTR consolidées et à leur utilisation (c'est-à-dire les produits, les droits et le partage des PAO générés). Les ACVM exigeraient la création de cette agence et lui

imposeraient des obligations de gouvernance claires prévoyant la représentation des marchés et des courtiers. Suivant cette approche, il reviendrait à une ou plusieurs ATTI de recueillir, de normaliser et de consolider les DMTR ainsi que de distribuer les produits de DMTR consolidées conformément aux définitions et aux exigences de l'AATI. La question de savoir s'il faudrait une structure à plusieurs ATTI plutôt qu'à une seule est abordée à la rubrique suivante.

i) *L'AATI*

L'AATI aurait les principales responsabilités exposées ci-dessous :

Définition des produits – concevoir, décrire et normaliser les principaux produits de DMTR consolidées qui seront accessibles et utilisables par les participants au marché, sous réserve des obligations réglementaires ou des orientations des ACVM.

Établissement de la tarification – établir la tarification applicable aux produits de DMTR consolidées distribués par les ATTI, soit les droits d'accès et d'utilisation afférents aux listes de DMTR consolidées, les droits d'affichage et d'utilisation sans affichage, de même que ceux facturés pour la distribution de ces données, sans oublier les frais de connectivité associés à l'accès à ces listes. S'il incombait à l'AATI, et non pas à une ATTI indépendante, de distribuer les produits de DMTR consolidées, c'est également elle qui établirait les droits de collecte, de normalisation et de consolidation des données, de même que de distribution des produits consolidés à ses abonnés.

Établissement des dispositions contractuelles – élaborer, fixer et maintenir des modalités contractuelles normalisées qui régiraient l'accès aux produits de DMTR consolidées des ATTI et, s'il y a lieu, de l'AATI, ainsi que leurs réception, distribution et utilisation. Ces modalités devraient être élaborées par l'AATI en consultation avec des experts sectoriels et seraient soumises à l'approbation des autorités en valeurs mobilières.

Partage des PAO – concevoir, mettre en œuvre, maintenir et administrer, sous réserve de l'approbation des autorités en valeurs mobilières, un modèle de partage des PAO nets par lequel les PAO nets tirés de la vente de listes de DMTR consolidées seraient attribués aux marchés fournisseurs de données.

Les responsabilités de l'AATI peuvent présenter des conflits d'intérêts entre les producteurs et les consommateurs de DMTR consolidées, en particulier les marchés et leurs clients pour les données. Afin de remplir ses obligations réglementaires, l'AATI doit comporter une structure de gouvernance solide permettant une représentation adéquate des catégories de producteurs et de consommateurs. Le mécanisme de gouvernance doit être en mesure de faciliter l'adoption de solutions optimales qui encourageront les consommateurs de données de marché à accéder aux produits de données consolidées et à les utiliser. Ne serait-ce des détails additionnels que renfermerait toute proposition éventuelle subséquente, les fonctions administratives et la structure de gouvernance de l'AATI pourraient être semblables à celles figurant dans la version définitive

-30-

de la décision concernant la gouvernance et la règle relative à l'infrastructure des données de marché de la SEC.

QUESTION N° 15 : Estimez-vous qu'un modèle d'AATI serait adéquat pour le Canada? Quels en seraient les principaux avantages et défis et comment pourrait-on relever ces derniers?

QUESTION N° 16 : De quels conséquences ou risques inattendus devrait-on tenir compte?

QUESTION N° 17 : Y a-t-il lieu de prendre en considération d'autres responsabilités clés pour un éventuel modèle d'AATI?

QUESTION N° 18 : Quel modèle de gouvernance pourrait-on introduire qui serait équitable et aiderait à remédier aux conflits de sorte que l'AATI puisse remplir ses obligations réglementaires?

ii) ATTI unique contre ATTI multiples dans un modèle d'AATI

On s'attend à ce que les responsabilités clés de l'ATTI soient analogues à celles de l'ATI sous le modèle actuel, à savoir recueillir et normaliser les données des marchés sur les ordres et les opérations afin de créer et de diffuser des produits de DMTR consolidées. Nous envisageons de prendre l'une des approches suivantes en lien avec l'exploitation de l'ATTI dans un modèle d'AATI :

1. permettre l'existence d'une ATTI unique qui soit exploitée par l'AATI ou par une entité indépendante de cette dernière;
2. créer une structure d'ATTI concurrentielle obligeant les marchés à fournir de l'information sur les ordres et les opérations à plusieurs ATTI dans le seul but de consolider et de distribuer ces données, selon les modalités établies par l'AATI.

Permettre une multiplicité d'ATTI peut stimuler la concurrence dans le milieu de la distribution de données de marché consolidées et ainsi contribuer à diminuer la latence grâce à l'innovation technologique, à la créativité dans l'offre de services, voire à une simplification des dispositions contractuelles. Cette concurrence pourrait également amener les ATTI à fournir des services personnalisés aux utilisateurs de ces données. Qui plus est, cette multiplicité pourrait contribuer à réduire le risque de « point de défaillance unique » qui se matérialiserait si une ATTI unique cessait ses activités (parce qu'elle ne serait plus en exploitation ou serait incapable ou indésireuse de continuer à fournir les produits de DMTR consolidées).

La principale difficulté avec ce modèle tient au fait qu'il risque de ne pas suffisamment inciter plusieurs parties à créer une ATTI et à agir comme telle – autrement dit, il faudrait que plusieurs ATI trouvent suffisamment de motifs économiques à assumer les coûts et responsabilités supplémentaires associés au rôle d'ATTI.

Tant l'approche à ATTI unique que celle à ATTI multiples viennent avec le risque qu'aucune entité ne choisisse de devenir une ATTI par manque de perspectives commerciales suffisantes.

-31-

Dans pareil cas, comme évoqué plus tôt, il pourrait falloir obliger les marchés à aider à la création et à l'exploitation viable d'une ATTI chargée des fonctions techniques de consolidation.

QUESTION N° 19 : Vu la taille et l'étendue du marché canadien, les ACVM devraient-elles envisager de permettre l'exploitation de plusieurs ATTI sous l'approche de l'AATI?

QUESTION N° 20 : Ou ne devrait-il y en avoir qu'une seule et, le cas échéant, faudrait-il l'exploiter indépendamment de l'AATI?

QUESTION N° 21 : S'il n'existe qu'une seule ATTI, exercerait-elle ses activités en tant qu'entité à but lucratif ou non? Veuillez motiver votre réponse.

7.3 Questions d'ordre général

QUESTION N° 22 : S'agissant de la considération 1 du personnel, pensez-vous que notre examen des coûts et de l'accessibilité des DMTR devrait tenir compte de l'incidence des obligations réglementaires, comme le RPO et la meilleure exécution? Qu'est-ce qui pourrait instiguer des changements dans le comportement des consommateurs (par exemple, se déconnecter des marchés qui offrent peu d'avantages au marché pris globalement comparativement aux coûts ou aux marchés non protégés)? Quels changements seraient susceptibles d'influer sur la concurrence entre producteurs de données? Qu'est-ce qui pourrait augmenter graduellement le pouvoir de négociation des consommateurs? Et, ultimement, l'une ou l'autre de ces suggestions pourrait-elle se répercuter sur la tarification? Veuillez motiver votre réponse.

QUESTION N° 23 : L'une des options ci-dessus aiderait-elle les courtiers à passer les ordres d'investisseurs individuels à d'autres marchés en cas d'interruption d'un marché?

QUESTION N° 24 : Voyez-vous d'autres solutions aux préoccupations des intervenants du secteur sur l'accès aux DMTR et leur utilisation que celles auxquelles nous avons pensé? Veuillez motiver votre réponse.

Rubrique 8 – Conclusion

Les enjeux concernant l'accès aux DMTR sont complexes et maintes opinions circulent quant à la façon de les aborder. Nous comptons examiner les commentaires reçus sur le présent document de consultation pour décider de la suite à donner. Toute modification réglementaire ou tout projet de règlement éventuel sera publié pour consultation selon la procédure habituelle.

Rubrique 9 – Commentaires et mémoires

Nous invitons les intéressés à nous transmettre sur support papier ou électronique leurs commentaires sur les enjeux abordés dans le présent document de consultation. La période de consultation prend fin le 10 février 2023.

-32-

Certains membres des ACVM exigent la publication des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Nous publierons toutes les réponses reçues sur les sites Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca), de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.gov.on.ca) et de l'Alberta Securities Commission (www.albertasecurities.com). Par conséquent, nous invitons 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.

Prière de soumettre vos commentaires par écrit au plus tard le 10 février 2023.

Veillez les adresser 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
 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

Envoyez vos commentaires **uniquement** à l'adresse suivante, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM :

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

Rubrique 10 – Questions

Veillez adresser vos commentaires ou questions à l'un des membres du personnel des ACVM suivants :

Pascal Bancheri
 Analyste expert aux OAR, Direction de
 l'encadrement des activités de négociation
 Autorité des marchés financiers
pascal.bancheri@lautorite.qc.ca

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

-33-

Alina Bazavan
Market Specialist, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
abazavan@osc.gov.on.ca

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

Michael Brady
Manager, Derivatives
British Columbia Securities Commission
mbrady@bcsc.bc.ca

Heather Cohen
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
hcohen@osc.gov.on.ca

Sasha Cekerevac
Manager, Market Oversight
Alberta Securities Commission
sasha.cekerevac@asc.ca

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

Annexe A

Analyse quantitative – Examen de l'accès aux DMTR au Canada

Rubrique 1 – Introduction

Outre une analyse des lacunes réglementaires, nous avons réalisé un examen concret quantitatif en vue d'élaborer les options initiales et à plus long terme proposées dans le document de consultation. Cet examen visait à observer ce qui suit :

1. l'évolution globale de l'environnement des données de marché par la compréhension des changements dans les principaux PAO des marchés (ceux tirés de la négociation, de l'accès et des données de marché);
2. les variations spécifiques de niveau des principaux droits relatifs aux DMTR au Canada en s'attardant à ceux qui se répercutent sur les coûts pour les participants au marché qui accèdent à ces données et en font usage sous une forme consolidée ou non; en particulier, nous avons regardé de près l'évolution des catégories i) droits d'affichage professionnels et non professionnels, ii) droits de distribution et iii) droits d'utilisation sans affichage, en plus de nous pencher sur les changements dans d'autres types de droits (d'accès, pour données différées, historiques), en vue de mieux saisir l'incidence de toute la tarification sur les participants au marché;
3. la nécessité d'accéder aux DMTR consolidées de niveau 2 plutôt que de niveau 1 émanant des marchés d'inscription seulement;
4. les droits facturés aux participants au marché au Canada comparativement à ceux aux É-U et dans d'autres marchés, sur une base individuelle et consolidée (par exemple la tarification de la TSX par rapport aux droits similaires facturés dans l'UE, aux É-U et en Australie).

Pour les besoins de notre analyse quantitative, nous avons sélectionné des exploitants de marchés de titres de capitaux propres afin de recueillir de l'information sur leurs principaux PAO et sur certains de leurs comptes d'utilisateurs⁵⁹. Celle sur les PAO qui était libellée en dollars américains (parce que les droits ont été perçus dans cette monnaie) a été convertie et présentée dans notre analyse après ajustement du taux de change⁶⁰. Nous nous sommes également servi de renseignements publics sur l'activité de négociation et la tarification pour effectuer des comparaisons internationales, et de données obtenues de l'OCRCVM afin d'évaluer la nécessité

⁵⁹ Cette information n'a été demandée qu'aux exploitants de marchés dont le portefeuille de négociation de l'ensemble de leurs plateformes de négociation constituait au moins une part de marché globale de 1 pour cent, représentant toutes les plateformes sauf celles exploitées par Système Instinet Canada Cross et Liquidnet Canada.

⁶⁰ Les PAO en dollars américains ont été convertis en dollars canadiens pour 2014 et 2019 au taux de change effectif de 2006, car les taux de change peuvent considérablement affecter les PAO tirés des données de marché lorsque les marchés peuvent facturer les abonnés dans l'une ou l'autre de ces monnaies. Par exemple, les importantes fluctuations du taux de change entre 2014 et 2019 auraient donné un TCAC de 3,4 pour cent dans les derniers 5 ans, plutôt que de 2,5 pour cent comme indiqué ci-dessus. À noter l'absence d'incidence sur les PAO provenant de la négociation et de l'accès, car tous les droits de négociation et la quasi-totalité de ceux d'accès ont été facturés en dollars canadiens.

-35-

d'accéder à des données consolidées en lieu et place des données des marchés d'inscription seulement.

Notre examen concret a couvert la période de 13 ans allant de 2006 à 2019. Lorsque possible, nos observations englobent l'intégralité de cette période (la **période de 13 ans**) et elles visent aussi l'intervalle de 2014 à 2019 (les **derniers 5 ans**) quand les données de 2006 étaient indisponibles pour l'ensemble des marchés.

Rubrique 2 – Principaux PAO des marchés et environnement des données de marché

Nous entendons par « principaux PAO des marchés » ceux que les marchés tirent des droits et frais facturés pour :

1. l'accès au marché, y compris la connectivité (par exemple la connectivité logique pour l'accès aux données et la saisie d'ordres, et la connectivité physique), la colocalisation, les droits d'adhésion et les autres droits et frais (par exemple en lien avec les MIAO);
2. la négociation;
3. les données de marché⁶¹.

2.1 Observations générales

Nous avons remarqué une variation du niveau et de la composition des principaux PAO des marchés depuis 2006. Ils ont progressé à un taux de croissance annuel composé (le **TCAC**)⁶² d'environ 1,6 pour cent durant la période de 13 ans et de 2,5 pour cent les derniers 5 ans⁶³.

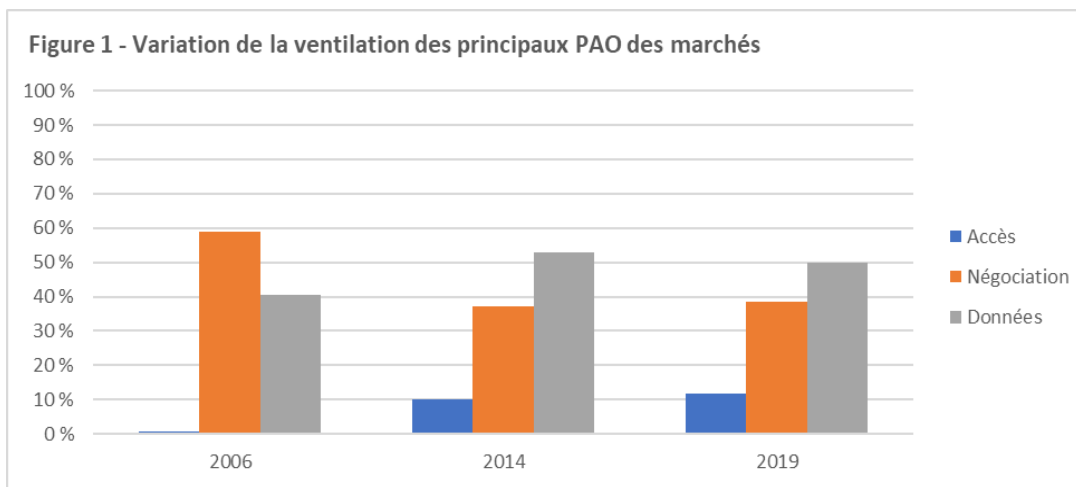
La proportion des PAO qui est attribuable aux données de marché et à l'accès a augmenté pendant la période de 13 ans. En 2006, les PAO tirés de la négociation représentaient presque 60 pour cent des principaux produits des marchés, contre 39 pour cent en 2019, tandis que ceux provenant des données de marché en comptaient pour 40 pour cent en 2006 et presque 50 pour cent en 2019. Entretemps, ceux tirés de l'accès ont gagné 12 pour cent (voir la figure 1).

⁶¹ Les PAO tirés des données excluent les sommes récupérées à la suite d'audits, qui peuvent couvrir plusieurs exercices.

⁶² Simple TCAC correspondant au taux de croissance annuel composé entre les points de début et de fin.

⁶³ À titre comparatif, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation annuel moyen pour le Canada a crû à un TCAC de 1,7 pour cent pendant la période de 13 ans et les derniers 5 ans.

-36-

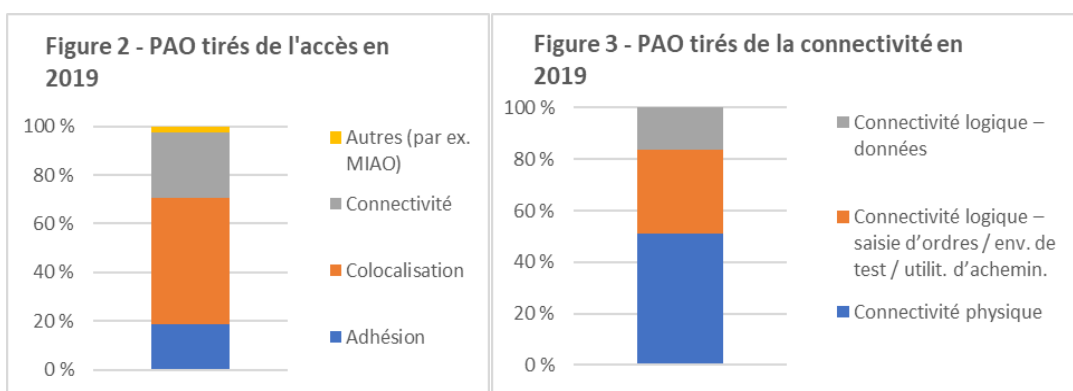


2.2 Inducteurs de changement

a) PAO tirés de l'accès

En 2019, les PAO tirés de l'accès comprenaient ce qui suit :

1. ceux provenant des droits d'adhésion – qui ont progressé avec la multiplication des marchés;
2. ceux provenant des frais de colocalisation – principalement attribuables à la TMX puisque les autres exploitants de marchés ne gèrent généralement pas leurs propres dispositifs de colocalisation;
3. ceux provenant des frais de connectivité logique et physique – lesquels ont aussi pris de l'ampleur avec l'ajout de plateformes et l'instauration de nouveaux frais.



-37-

La hausse des PAO tirés de l'accès, hormis celle découlant des droits d'adhésion, tient principalement aux frais de connectivité : les PAO provenant des frais de connectivité logique propres aux données, illustrés dans la figure 3, ont grimpé dans la foulée de l'instauration de ces frais par deux exploitants de marché. À noter toutefois que les marchés peuvent choisir de récupérer différemment les coûts de cette connectivité, si bien que ce montant peut ne pas toujours être explicite. Par exemple, certains marchés peuvent essayer de les recouvrer en facturant des droits de distribution par liste ou par source, ou ils peuvent généralement les absorber par diverses offres de données, ce qui complexifie d'autant la comparaison des offres de connectivité et de données.

b) *PAO tirés de la négociation*

De 2006 à 2014, nous avons constaté un recul des PAO tirés de la négociation, malgré l'expansion continue des volumes d'opérations (voir la figure 5)⁶⁴. La situation s'est légèrement redressée en 2019.

Cette contraction s'explique avant tout par l'avivement de la concurrence au chapitre des droits de négociation qui a fait fléchir le rendement effectif des droits par action négociée et augmenter la proportion du volume d'opérations associée à des actions à faible cours ou à droits moindres⁶⁵.

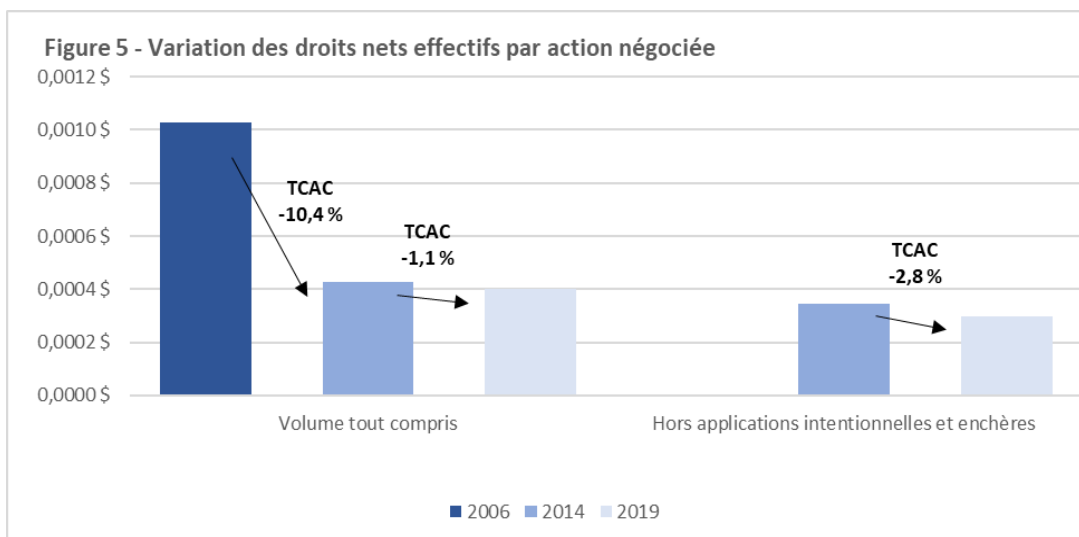
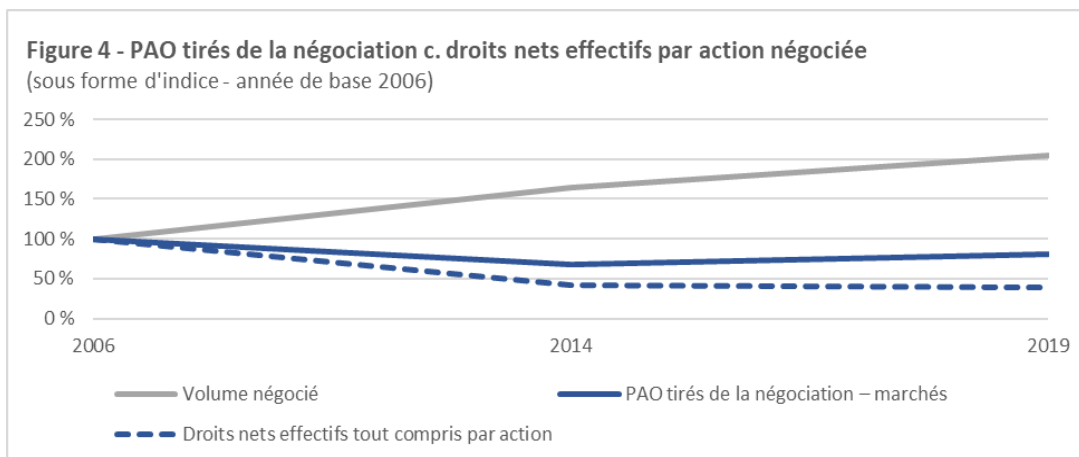
L'amenuisement significatif des PAO tirés de la négociation dans cet intervalle a aussi été accentué par la baisse des droits nets effectifs par action négociée gagnés par les marchés⁶⁶ (voir la figure 5). Les causes en étaient les modifications des droits et barèmes mis en œuvre face aux pressions concurrentielles exercées par les marchés américains dans les volumes d'opérations sur des titres intercotés, ainsi que l'accroissement de la concurrence dans l'environnement de marché canadien sous l'effet de la multiplication des plateformes de négociation.

⁶⁴ Droits nets effectifs tout compris par action, calculés sur le total des PAO qui proviennent des fonctions d'appariement (par exemple phases de négociation en continu, enchères d'ouverture et de fermeture, séances de négociation spéciales). Volumes d'opérations obtenus de l'OCRCVM.

⁶⁵ Nous avons remarqué que les actions de moins de 1,00 \$ représentaient un plus grand pourcentage du volume de négociation en continu en 2019 comparativement à 2014.

⁶⁶ Voir la figure 5 pour les droits nets effectifs tout compris par action. Les droits nets effectifs par action hors applications intentionnelles et enchères pour 2014 et 2019 ont été estimés après rajustement pour exclure les enchères d'ouverture et de fermeture ainsi que les applications intentionnelles, avec d'autres ajustements des PAO afin de réintégrer les versements estimatifs au titre des programmes de paiement pour les applications intentionnelles (les données de 2006 sont exclues en raison de la granularité insuffisante des PAO tirés de la négociation et de l'information sur le volume).

-38-



c) *PAO tirés des données de marché*

Nous entendons par les PAO tirés des données de marché les sommes que les marchés recueillent des droits facturés à l'égard de ce qui suit :

1. l'emploi des listes de DMTR de niveau 1 et de niveau 2 par les utilisateurs professionnels et non professionnels – dans l'exposé ci-dessous, l'expression *abonnés aux données* et ses variantes se rapportent aux PAO que les marchés tirent de ces droits;
2. le recours aux cotations par les abonnés professionnels et non professionnels – dans l'exposé ci-dessous, l'expression *utilisation de cotations* se rapporte aux PAO que les marchés tirent de ces droits;

-39-

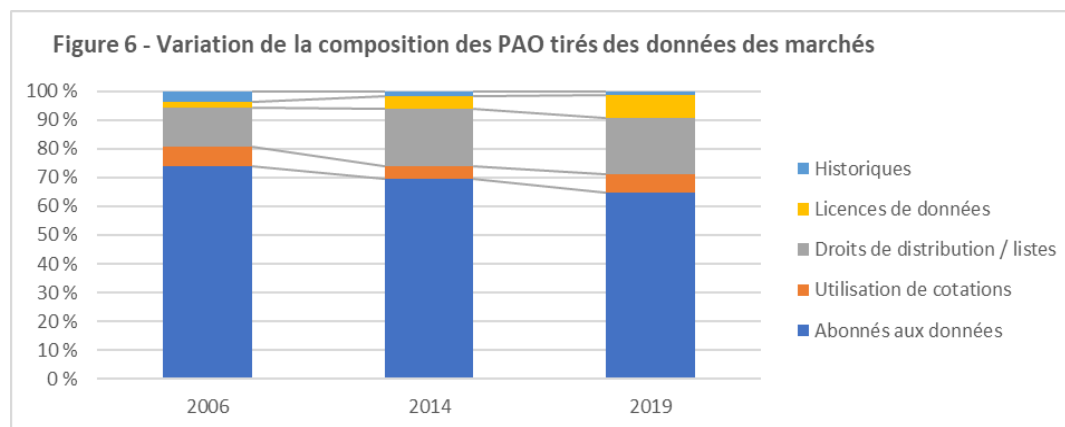
3. les licences relatives à la distribution ou aux listes – dans l'exposé ci-dessous, l'expression *droits afférents à la distribution ou aux listes* se rapporte aux PAO que les marchés tirent de ces droits;
4. les *licences de données*;
5. les *données historiques*.

Les PAO tirés des abonnés aux données et des tarifs à l'utilisation de cotations sont également appelés les PAO provenant de l'affichage.

En 2019, les PAO tirés des données de marché comptaient pour 50 pour cent des principaux PAO des marchés. Ils ont augmenté à un TCAC de 3,2 pour cent durant la période de 13 ans et de 1,4 les derniers 5 ans.

Depuis 2006, les PAO provenant de l'affichage⁶⁷ représentent la composante la plus importante de ceux tirés des données de marché. Néanmoins, leur part s'y est globalement amoindrie durant la période de 13 ans, passant d'environ 80 pour cent à 72 pour cent de 2006 à 2019. La même période a vu s'accroître la proportion tirée des données de marché qui est imputable aux droits afférents à la distribution ou aux listes ainsi qu'aux licences de données (voir la figure 6).

Afin de comprendre ce qui se cache derrière ces tendances, nous avons examiné l'évolution des trois éléments ayant le plus contribué aux PAO tirés des données de marché, à savoir ceux provenant i) des abonnés aux données, ii) de la distribution de données et iii) des licences de données.



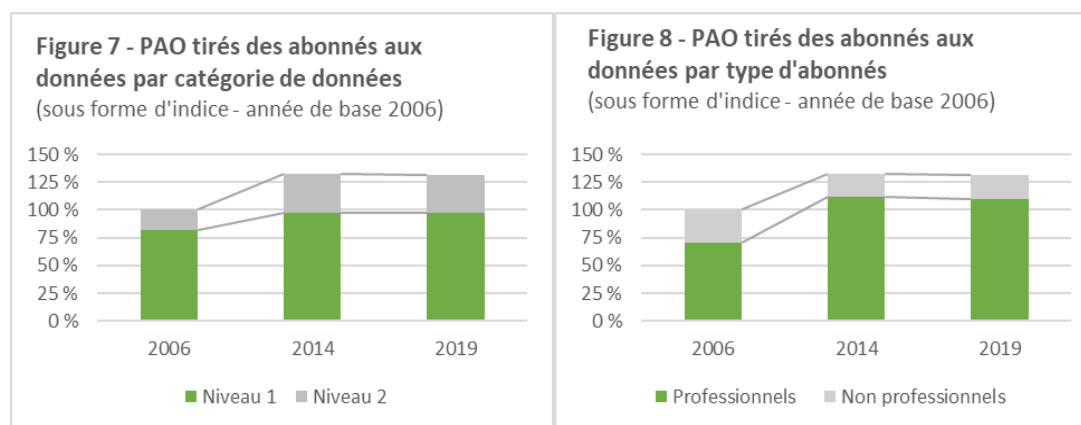
⁶⁷ Les PAO provenant de l'affichage incluaient une attribution estimative des sommes tirées des programmes de tarification des données pour entreprises, laquelle reposait sur la répartition des postes des PAO liés à la relation provenant des produits de données afférents.

-40-

i) *PAO tirés des abonnés aux données*

Les PAO tirés des abonnés aux données représentent les sommes perçues des abonnés qui utilisent les services d'affichage. En 2019, ils étaient estimés à 65 pour cent des PAO tirés des données de marché et à 32 pour cent des principaux PAO des marchés. En comparaison, ceux de la négociation comptaient pour quelque 38 pour cent des principaux PAO des marchés, ce qui fait des PAO tirés des abonnés la deuxième catégorie en importance après eux.

Lors de la période de 13 ans, les PAO tirés des abonnés ont progressé d'approximativement 23 pour cent : ils ont crû à un TCAC de 2,1 pour cent dans cet intervalle et n'ont pratiquement pas bougé les derniers 5 ans. La proportion de ces produits attribuables aux abonnés de niveau 1 plutôt que de niveau 2 (voir la figure 7), ou aux abonnés professionnels par opposition à non professionnels (voir la figure 8), a elle aussi peu changé durant ces derniers 5 ans.



La croissance des PAO tirés des abonnés entre 2006 et 2014 semble essentiellement émaner de la multiplication des plateformes de négociation qui demandent des droits pour les données et de la nette majoration des niveaux d'utilisateurs. Les derniers 5 ans, ces PAO sont demeurés relativement inchangés. Leur stabilité découle apparemment du fait que les augmentations du nombre de plateformes facturant des droits pour les données ont été neutralisées par les diminutions des niveaux nets d'utilisateurs, en particulier le niveau d'abonnés aux données professionnels.

ii) *PAO tirés de la distribution de données*

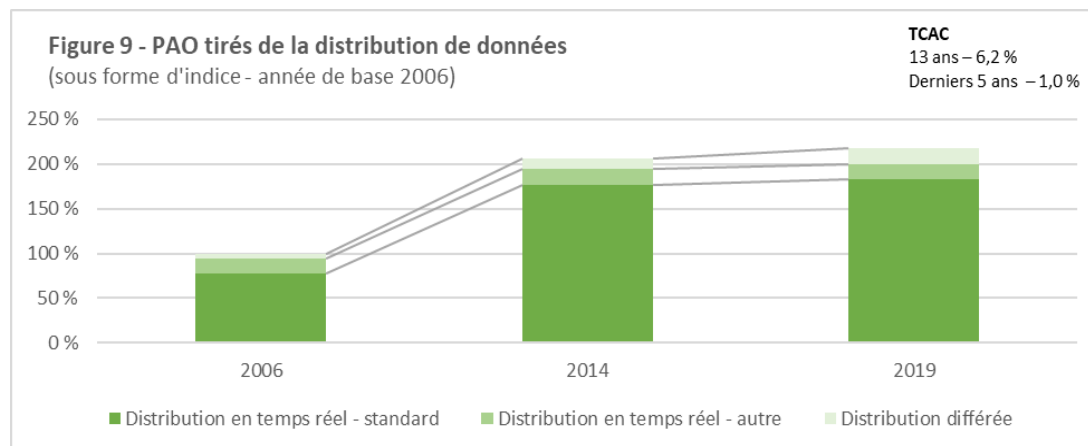
Les PAO tirés de la distribution de données représentent les sommes gagnées par les marchés en facturant des droits aux destinataires de données pour la redistribution des listes de DMTR (de niveaux 1 et 2), à l'interne (aux utilisateurs au sein du destinataire même) ou à l'externe (aux abonnés de l'extérieur)⁶⁸. Ils comprennent généralement les droits de distribution que certains marchés appellent les *droits afférents aux listes*.

⁶⁸ Les PAO tirés des droits afférents à la distribution ou aux listes peuvent également refléter une partie des PAO perçus pour les coûts de connectivité associés à l'accès aux listes mêmes. Voir l'exposé sur les PAO tirés de l'accès.

-41-

En 2019, ces PAO ont représenté environ 19 pour cent de ceux tirés des données de marché. Ils ont avancé à un TCAC de 6,2 pour cent et de 1,0 pour cent, respectivement, de 2006 à 2014 et dans les derniers 5 ans (voir la figure 9)⁶⁹.

Nous avons observé que les principaux inducteurs de croissance des PAO provenant des droits afférents à la distribution de données ou aux listes étaient les modifications de ces droits ou leur instauration par des marchés supplémentaires, sans oublier, dans une moindre mesure, les niveaux d'utilisation et la composition des produits offerts.



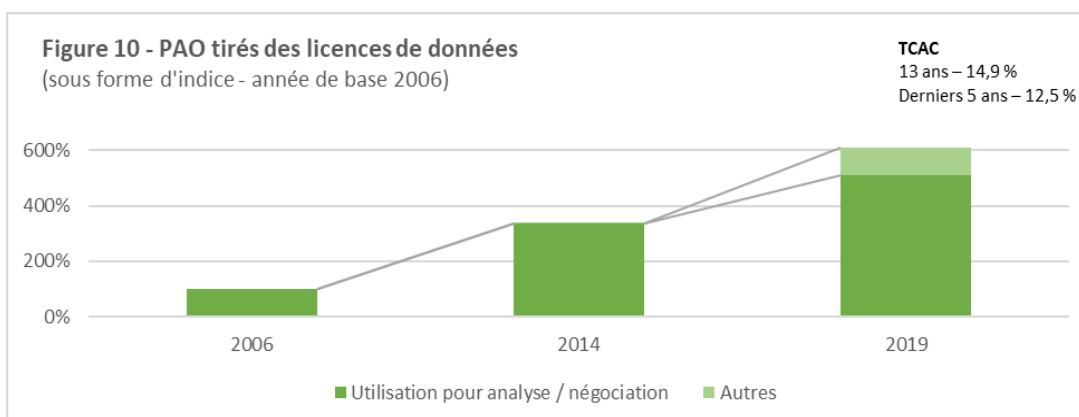
iii) PAO tirés des licences de données

Les PAO tirés des licences de données représentent les sommes que les droits de licence rapportent aux marchés en lien avec la réception et l'utilisation de DMTR dans des cas particuliers – le plus souvent l'utilisation sans affichage impliquant leurs réception et utilisation dans des programmes d'analyse ou des applications de production d'ordres ou de négociation (y compris des MIAO et des algorithmes de négociation). Des droits de licence pourraient également s'appliquer à leur utilisation en vue de créer et de distribuer des données dérivées ou des indices exclusifs, ou aux fins d'archivage pour référence future.

En 2019, les PAO tirés des licences de données comptaient pour environ 8 pour cent de ceux provenant des données. Ils ont augmenté à un TCAC de 14,9 pour cent de 2006 à 2014 et de plus de 12,5 pour cent les derniers 5 ans. Les PAO résultant des droits de licence ont, pour leur part, progressé au taux le plus élevé au cours de la période de 13 ans (voir la figure 10). Néanmoins, les PAO tirés des licences de données représentent toujours moins de 10 pour cent de ceux provenant des données de marché.

⁶⁹ Nous faisons la distinction entre la distribution des listes de DMTR (de niveaux 1 et 2) et celle des autres listes, telles que sur les derniers cours et d'autres listes publiques-privées.

-42-



Cette progression s'explique par les modifications de ces droits ou leur instauration par des marchés supplémentaires.

Rubrique 3 – Examen des variations de niveau des principaux droits relatifs aux DMTR

La croissance du nombre de plateformes de négociation et l'introduction de droits relatifs aux DMTR ont eu un effet cumulatif sur les coûts à assumer pour accéder aux DMTR provenant de plusieurs plateformes, les utiliser ou les distribuer. Les conséquences sur les participants au marché varient selon que les droits sont pris en charge au niveau de l'utilisation ou de l'utilisateur ou à celui de l'organisation, et d'après leurs modalités de partage entre les branches d'activité. L'incidence sur les fournisseurs de données et d'accès sera, quant à elle, fonction de la mesure dans laquelle ils absorbent les coûts ou les transfèrent aux clients.

Dans nos efforts pour mieux cerner l'effet des droits sur les participants au marché, nous avons observé l'évolution des catégories de droits suivantes :

1. les droits d'affichage – professionnels et non professionnels;
2. les droits de distribution – à l'interne et à l'externe;
3. les droits d'utilisation sans affichage – négociation et production d'ordre;
4. les autres droits (d'accès, pour données différées, historiques).

Pour générer les figures exposées dans la présente rubrique, nous avons utilisé les dossiers de la CVMO sur les documents déposés qui comprenaient les barèmes de droits publics de chaque marché durant la période de 13 ans. Nous n'avons pas tenu compte des variations de droits entre 2006 et 2011 en raison de problèmes d'accès aux dossiers. Les sommes représentent les droits facturés à la fin de l'exercice en fonction des barèmes fixés par chaque famille de marchés sur ses plateformes pour l'accès aux DMTR, leur utilisation et leur redistribution, exprimées en dollars canadiens.

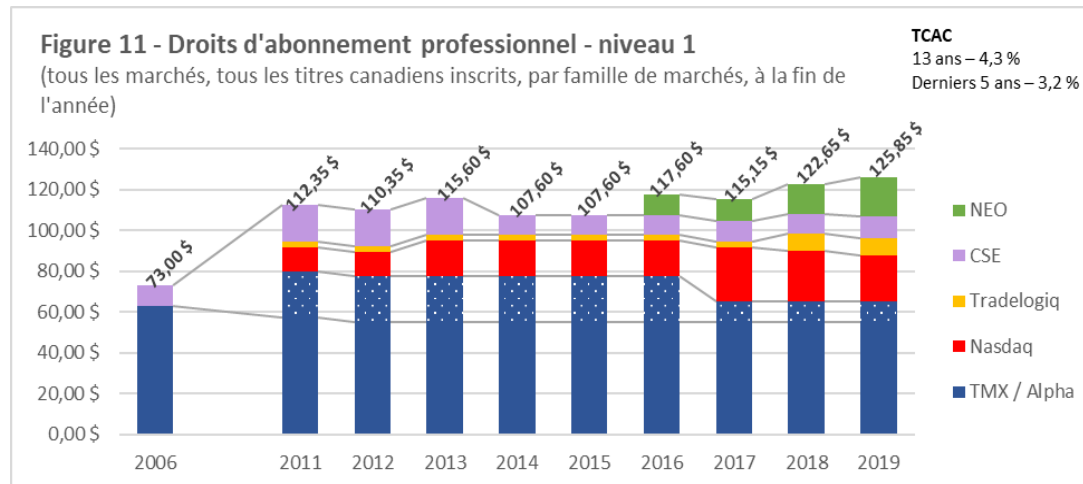
-43-

3.1 Droits d'affichage – professionnels, non professionnels et à l'utilisation

a) Droits d'abonnement professionnel

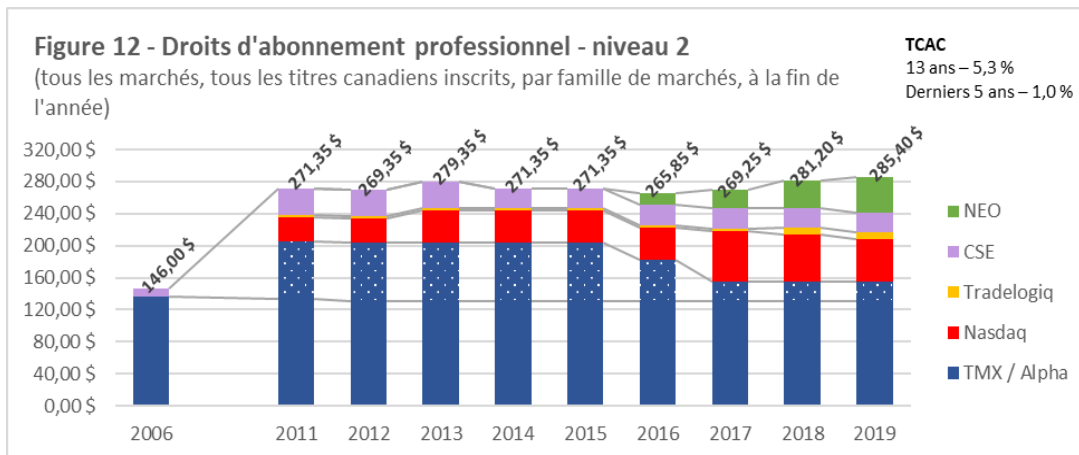
Les marchés facturent des droits mensuels d'abonnement professionnel aux utilisateurs finaux de DMTR (pour les listes de données de niveau 1 et de niveau 2) qui répondent à leur définition d'abonné professionnel. Généralement, un abonné professionnel est une personne morale ou physique qui utilise les DMTR à des fins professionnelles. L'expression s'étend généralement aux professionnels du domaine des valeurs mobilières ou à quiconque n'agit pas à titre personnel.

Nous constatons que la croissance au cours des derniers 5 ans était inférieure à celle de l'ensemble de la période examinée. Cette progression moindre était attribuable au petit nombre de marchés ayant introduit ces droits et à l'application de la MEDD, ce qui a entraîné une diminution des droits imposés par certains marchés et une augmentation par d'autres (voir les figures 11 et 12)⁷⁰.



⁷⁰ Les figures expriment la croissance des droits mensuels cumulatifs d'abonnement professionnel pour les utilisateurs finaux qui consomment des données « marché par ordre » de niveau 1 et de niveau 2 sur tous les titres inscrits au Canada, par famille de marchés. Les droits pour Alpha Exchange/TSX Alpha sont représentés par un motif à points de la même couleur que les autres marchés de la TMX indiqués dans la figure. La TMX a acquis Alpha Exchange en 2012.

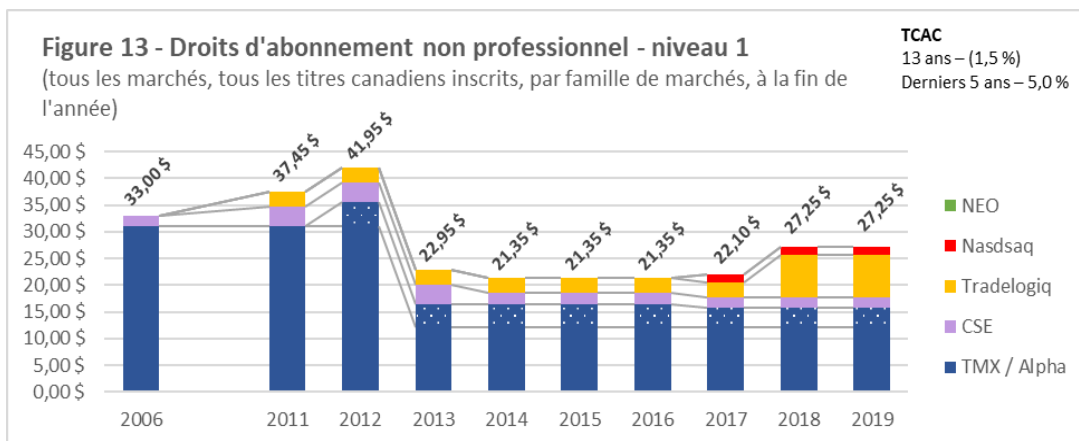
-44-



b) *Droits d'abonnement non professionnel*

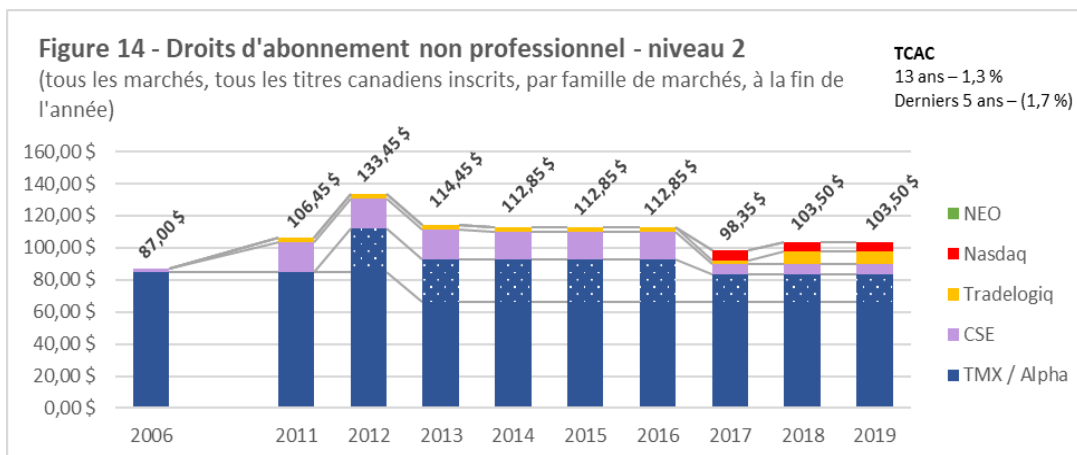
Les marchés demandent des droits mensuels d'abonnement non professionnel aux utilisateurs finaux de DMTR qui ne répondent pas à leur définition d'abonné professionnel. Selon l'information que nous avons obtenue sur l'utilisation des DMTR par les non-professionnels, la plupart d'entre eux ne reçoivent que des données des marchés d'inscription et, dans la pratique, leurs courtiers n'ont habituellement à payer que les droits imposés par ces marchés.

Nous observons que les droits mensuels cumulatifs payés par les utilisateurs non professionnels ont diminué depuis leur sommet de 2012 en raison de la réduction des tarifs de la TSXV après cette année-là. En outre, le tarif mensuel effectif pour le courtier comptant un vaste bassin d'abonnés non professionnels pourrait être inférieur à celui exprimé dans les figures suivantes si celui-ci consomme des DMTR provenant de marchés proposant aux entreprises des ententes tarifaires (voir les figures 13 et 14)⁷¹.



⁷¹ Les figures illustrent l'évolution des droits mensuels cumulatifs pour les abonnés non professionnels qui accèdent aux DMTR de tous les marchés du Canada.

-45-



c) Tarif à l'utilisation (par cotation) pour non-professionnels

Nous avons aussi remarqué que la majorité des utilisateurs non professionnels obtiennent des DMTR selon un barème prévoyant un tarif à l'utilisation (autrement dit, par cotation). Certains marchés appliquent à ce tarif un plafond mensuel. Nous constatons toutefois que les marchés n'offrent pas tous ce genre de tarification, ce qui peut faire obstacle à l'accès aux DMTR consolidées par cotation si la consommation d'une seule cotation active le tarif d'abonnement mensuel⁷². De plus, la somme dépensée pour un abonné non professionnel peut aussi faire l'objet d'ententes pour entreprise qui sont susceptibles de contribuer à réduire le tarif à l'utilisation effectif.

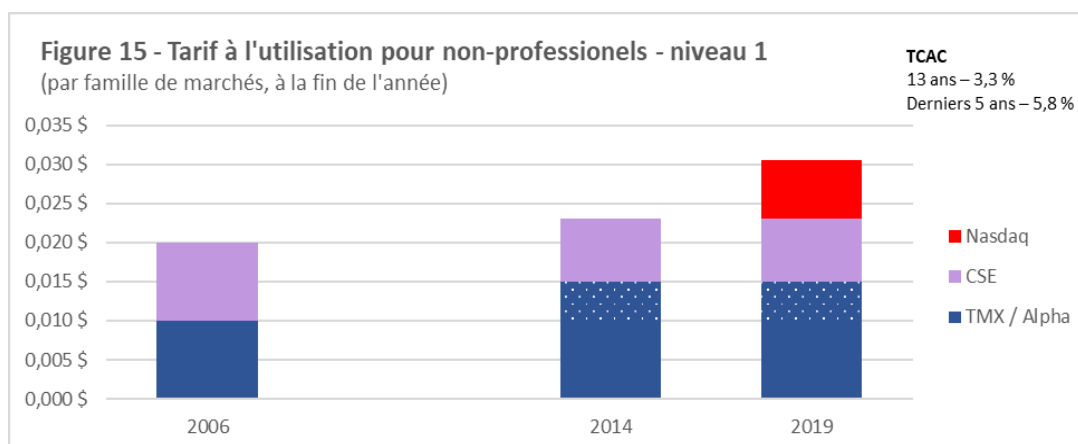
Si un abonné non professionnel veut connaître le meilleur cours d'une action sur l'ensemble des marchés, il doit payer le tarif à l'utilisation pour chaque marché. En théorie, il peut toutefois choisir de ne consulter qu'un marché à la fois.

Les PAO tirés de la tarification à l'utilisation ont connu un TCAC de 3,3 pour cent au cours de la période de 13 ans et de 5,8 pour cent au cours des derniers 5 ans (voir la figure 15)⁷³. L'introduction de tarifs à l'utilisation par certains marchés semble être à l'origine de cette croissance.

⁷² Les politiques de la TMX en matière de données ne permettent pas aux professionnels de se prévaloir du tarif à l'utilisation.

⁷³ La figure 15 illustre le tarif à l'utilisation pour les utilisateurs non professionnels seulement, et uniquement pour les marchés offrant ce modèle tarifaire.

-46-



3.2 Droits de distribution de données

Les marchés peuvent exiger des droits de distribution et afférents aux listes pour la redistribution de leurs listes de DMTR à l'interne ou à l'externe par les participants au marché. Les droits et les barèmes varient d'un marché à l'autre. Par exemple, certains marchés peuvent intégrer aux droits de distribution indiqués les coûts de connectivité inhérents. D'autres peuvent exiger des montants différents selon que la liste de données est obtenue directement auprès d'eux ou indirectement auprès de tiers (comme un fournisseur de données). Certains peuvent offrir des rabais pour les réceptions additionnelles de listes ou des paliers tarifaires en fonction du nombre d'utilisateurs finaux accédant à une liste de redistribution. Par conséquent, les droits facturés à un destinataire pour la redistribution de DMTR peuvent présenter de nombreuses modulations.

a) Droits de distribution à l'externe

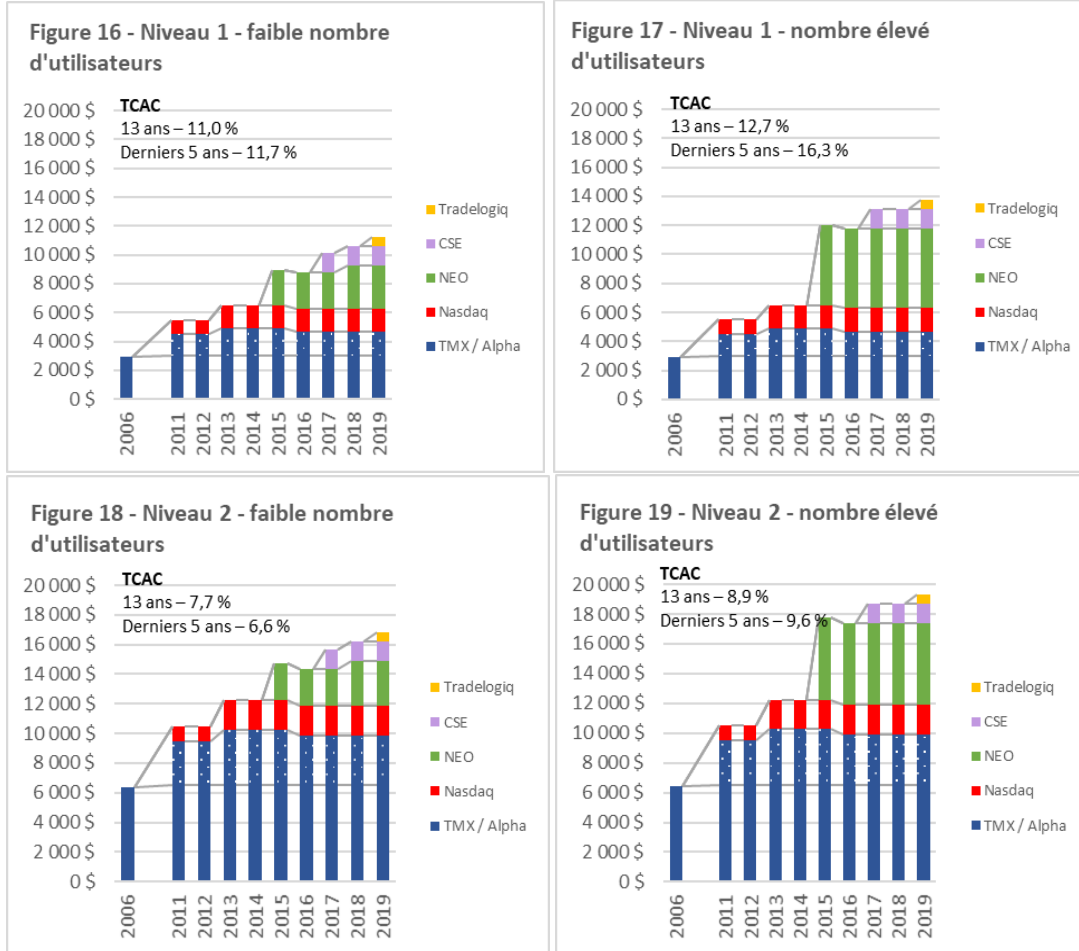
Nous présentons le taux de croissance des droits de redistribution facturés pour les DMTR reçues de l'ensemble des marchés aux fins de redistribution externe, calculé par occurrence de réception-redistribution (voir les figures 16 à 19)⁷⁴. Il est clair que l'effet cumulatif des droits de distribution (externe) de chaque marché à leur introduction a eu d'importantes répercussions sur les participants au marché sur le plan du coût de l'accès.

Nous comparons aussi les droits de distribution selon que le destinataire qui consomme directement une occurrence de la liste de données pertinente de chaque marché distribue ces données à un nombre faible ou à un nombre élevé d'utilisateurs finaux externes⁷⁵.

⁷⁴ Les figures 16 à 19 montrent les droits de redistribution externe par occurrence de réception directe d'un marché. Ils comprennent tous les marchés pour tous les titres inscrits au Canada, par famille de marchés, à la fin de l'année.

⁷⁵ Les coûts liés à la consommation directe des listes de données comprennent aussi les coûts de connectivité logique expressément associés à la consommation directe d'une liste aux fins de comparaison, puisque certains marchés incluent des frais inhérents de connectivité logique dans les droits de distribution indiqués.

-47-



Nous constatons qu'un participant au marché qui redistribue des DMTR pourrait déboursier d'autres coûts s'il choisit de recevoir une partie ou la totalité de ces données indirectement d'une autre partie, et que son « coût effectif par liste de données » peut varier en fonction du nombre d'occurrences où il consomme directement la liste d'un marché (voir les figures 20 à 23)⁷⁶. Dans ce cas, les droits sont moindre du fait que les DMTR sont reçues pour redistribution par l'entremise d'un tiers fournisseur ou qu'il n'y a pas de frais de connectivité logique explicites associés à la consommation directe des données. Les droits mensuels du distributeur de données qui choisit de les obtenir directement de certains marchés et indirectement de certains autres se situeraient entre ces deux extrêmes.

⁷⁶ Les figures 20 à 23 exposent les droits de redistribution externe par occurrence de réception indirecte d'un marché (tous les marchés pour tous les titres inscrits au Canada, par famille de marchés, à la fin de l'année).

-48-



b) *Droits de distribution à l'interne*

Tout comme à la rubrique précédente sur les droits de distribution à l'externe, nous avons examiné les taux de croissance des droits de redistribution facturés pour les DMTR reçues de l'ensemble des marchés aux fins de redistribution interne par le destinataire des données (voir les figures 24 à 27)⁷⁷. Nous avons aussi mis en opposition le destinataire qui reçoit les données directement de l'ensemble des marchés avec celui qui les reçoit indirectement aux fins de redistribution interne seulement, de manière que les droits pour ces destinataires puissent se situer entre les deux extrêmes en fonction du choix du mode de consommation de la liste de données. Dans chaque cas, nous relevons l'effet cumulatif des droits de chaque marché à leur introduction sur le destinataire.

⁷⁷ Les figures 24 à 27 illustrent les droits de redistribution interne par occurrence de réception directe ou indirecte (tous les marchés pour tous les titres inscrits au Canada, par famille de marchés, à la fin de l'année).

-49-



c) *Droits d'utilisation sans affichage – Utilisation de DMTR dans les programmes d'analyse, la production d'ordres ou les applications de négociation*

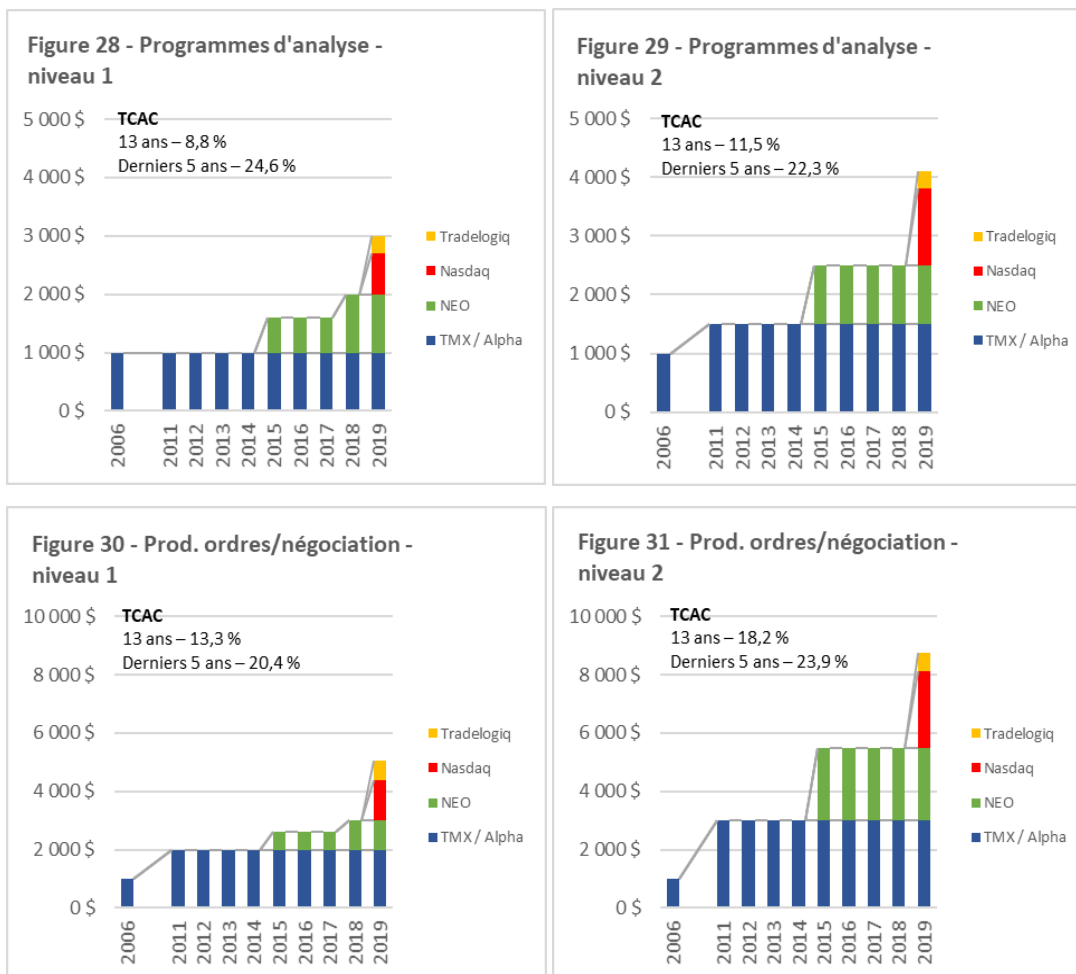
Les marchés imposent des droits mensuels d'utilisation sans affichage pour l'utilisation de DMTR dans les programmes d'analyse, la production d'ordres ou les applications de négociation (y compris les MIAO et les algorithmes). À la fin de 2019, la plupart des marchés demandaient des droits d'utilisation sans affichage distincts pour chacun de ces usages. Un marché offrait même un rabais à ceux qui payaient pour tous les usages.

Nous observons une forte progression de ce type de droits imposés aux destinataires de données ayant besoin des DMTR de tous les marchés à ces fins (voir les figures 28 et 29⁷⁸ pour les

⁷⁸ Les figures 28 et 29 illustrent les droits mensuels d'utilisation des DMTR dans les programmes d'analyse (tous les marchés à la cote desquels est inscrit l'ensemble des valeurs mobilières au Canada, par famille de marché, à la fin de l'année).

-50-

programmes d'analyse et les figures 30 et 31⁷⁹ pour la production d'ordres), sous l'effet cumulatif des droits de chaque marché à leur introduction.



Rubrique 4 – Analyse de certains indicateurs relatifs à l'accès aux données consolidées par les abonnés professionnels et non professionnels

Des participants au marché ont indiqué que, dans certains cas, l'accès aux DMTR consolidées de niveau 2 et leur utilisation ne sont proposés qu'aux utilisateurs (professionnels ou non) dont les besoins en pareilles données l'emportent suffisamment sur ce qu'il leur en coûterait de plus pour se les procurer (par exemple, un pupitre de négociation). Cette approche a soulevé la question de savoir si des contraintes de coûts à l'accès aux DMTR consolidées de niveau 1 et de niveau 2 et à

⁷⁹ Les figures 30 et 31 illustrent les droits mensuels d'utilisation des DMTR dans la production d'ordres et les applications de négociation (tous les marchés à la cote desquels est inscrit l'ensemble des valeurs mobilières au Canada, par famille de marché, à la fin de l'année).

-51-

leur utilisation cadrent avec les obligations d'accès équitable ainsi que le maintien de l'équité et du fonctionnement ordonné des marchés.

Des participants au marché ont également souligné qu'accès équitable ne rime pas nécessairement avec accès égal et que l'imposition d'une obligation d'affichage au Canada, comme il se fait aux É-U, aurait de grandes répercussions sur les résultats financiers des participants visés.

Pour comprendre si l'approche est raisonnable ou nécessite la prise de mesures réglementaires, nous avons tenu compte des points suivants :

1. la prise en charge de données consolidées par les abonnés professionnels et non professionnels;
2. les besoins en DMTR consolidées outre celles de niveau 1 provenant des marchés d'inscription;
3. l'incidence du coût à assumer pour fournir aux abonnés professionnels et non professionnels l'accès aux DMTR consolidées de niveau 2.

4.1 Indicateurs de prise en charge de données consolidées

a) Abonnés professionnels

Pour évaluer l'usage des DMTR consolidées de niveau 1 et de niveau 2 par les utilisateurs qui sont des professionnels et ceux qui ne le sont pas, nous avons analysé leur prise en charge de ces données. La plupart des participants au marché qui fournissent des DMTR consolidées de niveau 2 à leurs utilisateurs internes et à leurs clients s'approvisionnent directement auprès des marchés ou indirectement auprès de tiers fournisseurs et dans une moindre mesure auprès de l'ATI pour les titres de capitaux propres. Par conséquent, nos observations au sujet de la prise en charge de DMTR consolidées des marchés ne s'appuient que sur l'information fournie par chaque marché quant au nombre d'abonnés aux données sur les titres inscrits à la cote de la TSX.

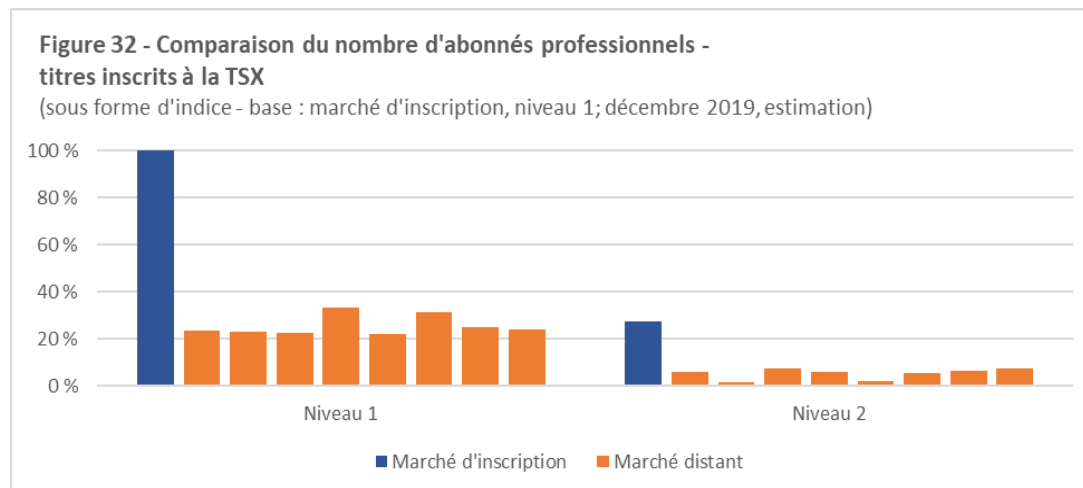
Nous avons estimé qu'en 2019, le nombre d'abonnés professionnels aux DMTR de niveau 2 représentait environ le quart du nombre estimatif de ceux de niveau 1 (titres inscrits à la cote de la TSX). Des ratios similaires ont été observés pour les titres inscrits à la cote de la TSXV. Toutefois, nous nous attendons à des ratios inférieurs pour ceux inscrits à la cote de la CSE et de la NEO puisque la liquidité de ces titres était moins fragmentées entre plusieurs plateformes de négociation. Notre hypothèse repose aussi sur le manque de prise en charge observée dans les cas de plateformes distantes faisant payer un abonnement pour les données sur ces titres.

La figure 32 présente les différences entre la prise en charge de DMTR consolidées de niveau 1 et celle de DMTR consolidées de niveau 2 par les abonnés professionnels⁸⁰. Nous constatons que ceux-ci prennent en charge beaucoup moins de DMTR consolidées de niveau 2. Cette constatation

⁸⁰ Selon le nombre d'abonnés aux données sur les titres inscrits à la TSX fourni par les marchés. Le marché d'inscription (la TSX) est présenté sous forme d'indice afin de masquer le nombre d'abonnés. Les marchés distants sont présentés selon un ordre aléatoire, y compris entre le niveau 1 et le niveau 2.

-52-

semble appuyer l'idée que ces DMTR servent principalement aux abonnés professionnels ayant des responsabilités de négociation puisque, dans leur cas, le coût de l'accès à ces données et de leur utilisation se justifie par la nature des activités. Elle laisse aussi penser que d'autres abonnés professionnels, comme les gestionnaires de portefeuille et les conseillers en placement auprès d'investisseurs individuels, n'ont accès qu'aux DMTR de niveau 1 des marchés d'inscription pour obtenir des indications sur les cours puisque l'étendue de leurs activités est limitée par rapport aux services fournis.



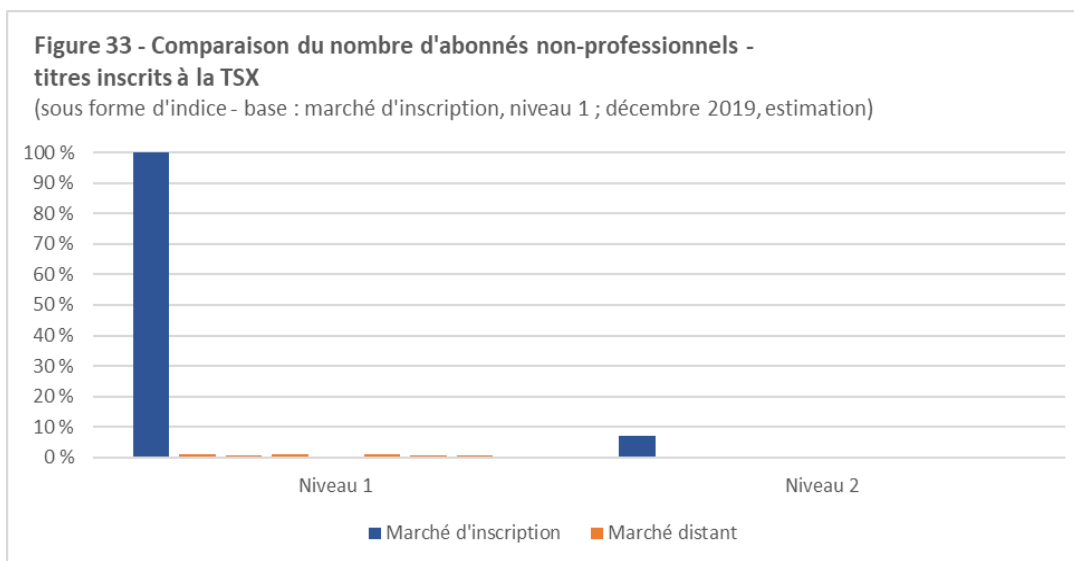
b) *Abonnés non professionnels*

Nous avons également constaté que les abonnés non professionnels n'ont habituellement accès qu'aux DMTR des marchés d'inscription. La figure 33⁸¹ indique qu'en apparence, tout au plus 1 pour cent des abonnés non professionnels ont accès à des DMTR consolidées⁸².

⁸¹ Voir la note 80, qui s'applique aussi à la figure 33. Y est également intégré le nombre d'abonnés non professionnels compris dans le programme tarifaire du marché d'inscription à l'intention des entreprises.

⁸² Nous croyons comprendre que, parmi l'ensemble des abonnés non professionnels du marché d'inscription, beaucoup (sinon la plupart) sont des utilisateurs individuels considérés comme des « abonnés » parce que leur facturation à l'utilisation était plafonnée au montant du tarif d'abonnement mensuel applicable. Cette situation pourrait avoir pour effet de sous-estimer le pourcentage indiqué d'utilisateurs individuels ayant accès aux données consolidées. Toutefois, ainsi qu'il est indiqué dans l'exposé suivant la figure 33, l'hypothèse selon laquelle la plupart des utilisateurs individuels n'ont généralement pas accès aux données consolidées était aussi appuyée par notre analyse des PAO que les marchés tirent de la tarification à l'utilisation.

-53-



Il apparaît que la majorité des abonnés non professionnels consomme habituellement les données selon un tarif à l'utilisation et que ces utilisateurs ne figureraient pas dans le nombre d'abonnés indiqués à la figure 33⁸³. Cependant, les données sur les PAO fournies par les marchés laissent présumer que pratiquement tous ces abonnés facturés à l'utilisation n'ont accès qu'aux données émanant des marchés d'inscription⁸⁴.

4.2 Évaluation des besoins en données consolidées autres que les DMTR consolidées de niveau 1

Comme il est mentionné ci-dessus, certains utilisateurs de DMTR, tels que les conseillers en placement auprès d'investisseurs individuels et la plupart des investisseurs individuels, n'ont accès aux DMTR (ou, dans certains cas, aux données différées) consolidées ou non que des marchés d'inscription et les utilisent pour prendre des décisions de négociation ou d'investissement ou mettre à jour leurs portefeuilles de placement. Ce type d'accès ne permet d'obtenir, au mieux, que de l'information indicative sur les cours. Nous nous sommes demandé s'il est équitable et répond aux besoins de chaque utilisateur de données (c'est-à-dire connaître le meilleur prix plutôt que celui qui, au mieux, pourrait s'en approcher) en vue de prendre des décisions d'investissement ou de choisir le type d'ordre (soit un ordre à cours limité négociable ou non).

Afin d'évaluer si l'accès à de l'information indicative sur les cours est équitable, nous avons effectué une analyse quantitative de la mesure dans laquelle l'accès aux DMTR de niveau 1 des marchés d'inscription suffit pour observer ce qui suit :

⁸³ Exception faite des abonnés non professionnels facturés à l'utilisation au montant plafonné au tarif d'abonnement mensuel, comme précisé à la note 82.

⁸⁴ Du fait que la quasi-totalité des PAO combinés provenant de la tarification à l'utilisation revient aux marchés d'inscription, même si certains marchés autres que d'inscription offrent l'accès (et un tarif) à l'utilisation.

-54-

1. le meilleur cours en calculant le pourcentage du temps pendant lequel le marché d'inscription affichait le meilleur cours acheteur (MCA) et le meilleur cours vendeur (MCV) au pays;
2. toute la taille disponible au meilleur cours à chaque seuil de taille des ordres en calculant la taille moyenne pondérée en fonction du temps du marché d'inscription par rapport à celle de l'ensemble des marchés.
 - a) *Analyse du pourcentage de temps au cours duquel le marché d'inscription affiche le MCA ou le MCV*

L'analyse indique que l'accès aux DMTR de niveau 1 des marchés d'inscription ne semble généralement suffisant que dans la plupart des cas où l'utilisateur (investisseur individuel, conseiller en placement auprès d'investisseurs individuels ou gestionnaire de portefeuille) souhaite obtenir de l'information sur le meilleur cours, sauf celui des FNB inscrits à la cote de la TSX qui sont « très liquides » ou « moyennement liquides »⁸⁵. Par exemple, selon les données sur les FNB inscrits à la cote de la TSX qui sont « très liquides », le marché d'inscription affichait le MCA/MCV au moins 90 pour cent du temps pour 64 pour cent des observations du MCA/MCV par symbole par jour, et que dans 16 pour cent des observations, il affichait le meilleur cours moins de 75 pour cent de la journée.

L'analyse révèle également une moins grande probabilité de voir le meilleur cours des titres « très liquides » ou « moyennement liquides » inscrits à la TSXV si l'abonné n'a accès aux DMTR consolidées de niveau 1 que de ce marché. Les titres inscrits à la NEO ont généralement affiché les pourcentages les plus élevés dans les différentes catégories, ce qui est vraisemblablement attribuable au fait que seul un petit nombre de marchés offrait la négociation de titres inscrits à ce dernier, d'où une perte minimale de part de marché pour lui et une activité de négociation et de cotation moins fragmentée.

⁸⁵ Les symboles sont classés dans les catégories « très liquides », « moyennement liquides » et « moins liquides » en fonction des niveaux d'activité de négociation au cours du mois, comme suit :

- « Très liquide » – val. moy. > 1 M\$/jour, et nbre moy. d'opérations/jour > 100;
- « Moyennement liquide » – valeur moy. > 50 000 \$/jour, et nbre moy. d'opérations/jour > 50;
- « Moins liquide » – tout sauf « très liquide » ou « moyennement liquide ».

-55-

Tableaux 1 à 3 – Analyse de la répartition des observations du MCA/MCV par symbole par jour en pourcentage de temps d’affichage du MCA/MCV sur le marché d’inscription selon les fourchettes indiquées^{86,87}

(selon les données sur les cours en septembre 2021)

Tableau 1 - Observations pour les titres de capitaux propres et de FNB très liquides⁸⁸

% temps au MCA/MCV	Titres de FNB				Titres de capitaux propres							
	à la TSX		à la NEO		à la TSX		à la TSXV		à la CSE		à la NEO	
Moins de 50 %	330	5 %	0	0 %	57	0 %	2	0 %	1	0 %	0	0 %
50 % à 74 %	784	11 %	0	0 %	439	3 %	99	5 %	37	4 %	0	0 %
75 % à 89 %	1 377	20 %	0	0 %	1 458	9 %	385	21 %	116	12 %	0	0 %
90 % et plus	4 523	64 %	42	100 %	14 392	88 %	1 362	74 %	802	84 %	126	100 %
Total	7 014	100 %	42	100 %	16 346	100 %	1 848	100 %	956	100 %	126	100 %

Tableau 2 - Observations pour les titres de capitaux propres et de FNB moyennement liquides⁸⁶

% temps au MCA/MCV	Titres de FNB				Titres de capitaux propres							
	à la TSX		à la NEO		à la TSX		à la TSXV		à la CSE		à la NEO	
Moins de 50 %	736	13 %	0	0 %	52	0 %	256	2 %	70	1 %	1	0 %
50 % à 74 %	934	17 %	9	3 %	186	2 %	753	5 %	213	4 %	5	1 %
75 % à 89 %	1 108	20 %	13	4 %	383	3 %	1 660	12 %	439	7 %	13	2 %
90 % et plus	2 770	50 %	272	93 %	10 719	95 %	11 126	81 %	5 362	88 %	613	97 %
Total	5 548	100 %	294	100 %	11 340	100 %	13 795	100 %	6 084	100 %	632	100 %

Tableau 3 - Observations pour les titres de capitaux propres et de FNB moins liquides⁸⁶

% temps au MCA/MCV	Titres de FNB				Titres de capitaux propres							
	à la TSX		à la NEO		à la TSX		à la TSXV		à la CSE		à la NEO	
Moins de 50 %	2 344	7 %	36	1 %	158	1 %	1 680	3 %	278	1 %	23	1 %
50 % à 74 %	1 708	5 %	52	1 %	150	1 %	1 073	2 %	147	1 %	29	1 %
75 % à 89 %	1 862	6 %	51	1 %	241	1 %	1 454	2 %	262	1 %	27	1 %
90 % et plus	25 944	81 %	3 359	96 %	26 983	98 %	55 107	93 %	20 382	97 %	1 961	96 %
Total	31 858	100 %	3 498	100 %	27 532	100 %	59 314	100 %	21 069	100 %	2 040	100 %

⁸⁶ Pour chaque observation par symbole par jour, le pourcentage de temps pendant lequel le marché d’inscription affiche le MCA (et le MCV) pendant les heures de négociation continue a été établi pour toutes les périodes durant lesquelles le MCA (ou le MCV) n’était pas à zéro sur l’ensemble des marchés. Le MCA (ou le MCV) a été établi en fonction de tous les cours affichés (c’est-à-dire sur les marchés visibles protégés ou non). Les tableaux compilent le nombre d’observations individuelles du MCA et du MCV par symbole par jour dans lesquelles le pourcentage de temps d’affichage du MCA (ou du MCV) sur le marché d’inscription dépassait le seuil indiqué.

⁸⁷ Les calculs sont fondés sur les cours des titres de FNB et de capitaux propres publiés sur chaque marché en septembre 2021 et disponibles dans la plateforme d’analyse des marchés des ACVM (les données de cette plateforme (MAP pour *Market Analysis Platform*) sont fournies par l’OCRCVM). La catégorie des titres de capitaux propres comprend aussi les droits, les bons de souscription et les actions privilégiées.

⁸⁸ Les expressions « très liquides », « moyennement liquides » et « moins liquides » sont définies à la note 85.

-56-

b) *Analyse de la taille moyenne pondérée en fonction du temps – marché d'inscription contre tous les marchés*

Cette donnée représente la mesure dans laquelle les utilisateurs n'ayant accès qu'aux DMTR consolidées de niveau 1 des marchés d'inscription n'ont pas la possibilité de voir toute la taille disponible au meilleur cours à chaque seuil de taille des ordres. L'accès à l'information disponible sur la taille ou la profondeur au meilleur cours n'est utile qu'aux abonnés non professionnels (soit les investisseurs individuels) qui ont l'intention d'effectuer une opération sans délai. Il s'agit d'une information importante dans la décision d'afficher ou non un ordre à cours limité et d'attendre, plutôt que de passer un ordre négociable sur le cours acheteur ou vendeur, si la taille de l'ordre affiché est inférieure à la quantité à négocier, et que prix moyen d'exécution ne peut être estimé sans y avoir accès. La taille ou la profondeur que l'investisseur peut voir au meilleur cours peut également influencer sa décision d'afficher à un prix inférieur ou supérieur à ce qu'il croit être le meilleur cours.

Nous avons examiné l'incidence de l'accès aux DMTR consolidées de niveau 1 des marchés d'inscription seulement par rapport à l'accès à celles de niveau 2 sur plusieurs ordres courants hypothétiques de tailles et de types différents (comme des ordres à cours limité et négociables) qui proviendraient d'investisseurs individuels. Les figures 34 à 39 montrent que le pourcentage des cas observés où la taille moyenne pondérée en fonction du temps du MCA (ou du MCV) par symbole par jour était inférieure au seuil diminue à mesure que le seuil de la taille de l'ordre hypothétique augmente. Qui plus est, l'intervalle entre les résultats relatifs à la taille sur le marché d'inscription (**MI**) et à celle sur l'ensemble des marchés (**MI+distants**) s'accroît avec la hausse du seuil de l'ordre hypothétique.

Dans le cas des titres inscrits à la TSX, à la TSXV et à la CSE, l'intervalle commence à s'élargir considérablement au-dessus du seuil des ordres hypothétiques de 1 000 \$. Dans celui des titres de FNB, il s'amplifie au-delà du seuil de 10 000 \$. À notre avis, cet accroissement indique que la probabilité qu'un investisseur individuel ne dispose pas de toute l'information pertinente prend de l'ampleur au-dessus des seuils indiqués s'il n'a accès qu'aux DMTR consolidées de niveau 1 du marché d'inscription. L'analyse amène aussi à penser que, pour les ordres de faible valeur (1 000 \$ ou moins), l'accès aux DMTR consolidées de niveau 1 du marché d'inscription seulement permet généralement d'obtenir de l'information suffisante sur les volumes disponibles.

-57-

Figures 34 à 39 – Analyse du pourcentage des cas observés par symbole par jour où la taille moyenne du MCA/MCV affiché pondérée en fonction du temps est supérieure à celle de l'ordre hypothétique d'un client individuel

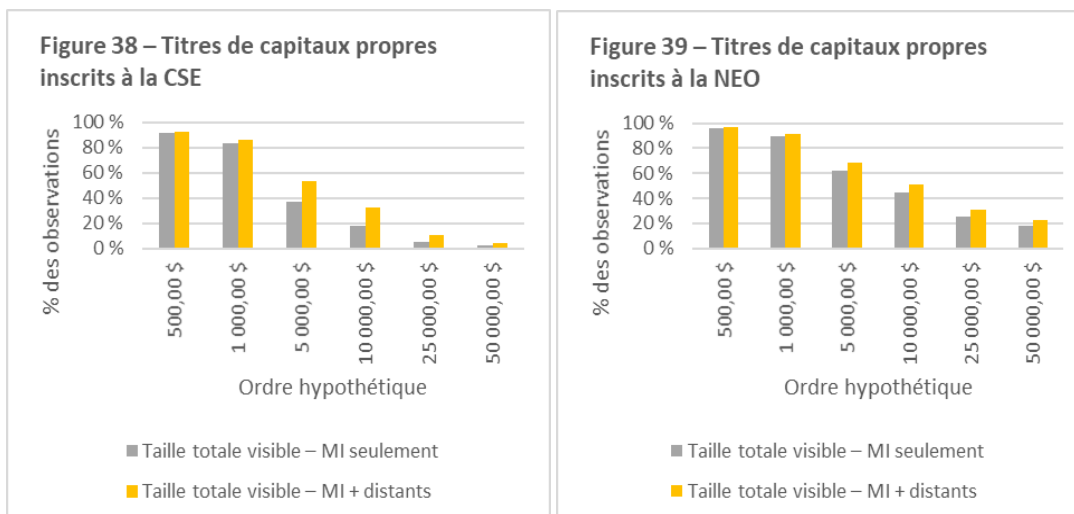
(selon les données sur les cours en septembre 2021)^{89,90}



⁸⁹ Pour chaque cas observé par symbole par jour, la moyenne du MCA (et du MCV) pondérée en fonction du temps pendant les heures de négociation continue sur chacun des marchés d'inscription et sur l'ensemble des marchés a été établie pour toutes les périodes durant lesquelles le MCA (ou le MCV) n'était pas à zéro sur l'ensemble des marchés. La moyenne du MCA (ou du MCV) pondérée en fonction du temps a été établie en fonction de la taille disponible sur tous les marchés visibles (c'est-à-dire les marchés visibles protégés ou non). Les figures représentent le pourcentage des observations du MCA et du MCV par symbole par jour dans lesquelles la moyenne pondérée en fonction du temps calculée pour l'observation dépassait le seuil de l'ordre hypothétique indiqué.

⁹⁰ Voir la note 87 pour connaître la source des données et les catégories de type de titres.

-58-



4.3 Incidence des coûts sur l'accès aux DMTR consolidées de niveau 2

Selon notre compréhension, la décision d'ouvrir l'accès aux DMTR consolidées de niveau 2 est surtout fondée sur les coûts et que ceux-ci ne trouvent pas toujours de justification dans les besoins des utilisateurs. Il apparaît aussi que des courtiers donnent souvent à leurs clients individuels, conseillers en gestion du patrimoine et conseillers en placement inscrits accès aux DMTR consolidées de niveau 1 des marchés d'inscription en fonction uniquement de leurs besoins ou des coûts ou encore d'un compromis entre les deux. Nous avons été informés que les coûts de l'accès aux DMTR consolidées de niveau 2 peuvent être élevés, particulièrement pour les courtiers comptant un grand nombre de clients individuels. Cette préoccupation concernant les coûts perdure même si certains marchés ont introduit des droits d'abonnement mensuel réduits pour les conseillers en placement inscrits qui servent des clients individuels⁹¹.

Nous avons constaté que, lorsque le coût est un facteur déterminant, l'ouverture de l'accès aux DMTR consolidées de niveau 2 peut venir doubler, dans bien des cas, le coût de consommation des données de tous les marchés par rapport à celles des marchés d'inscription seulement⁹² (voir les figures 40 à 43).

Bien que les effets d'ententes commerciales ou de mécanismes similaires puissent contribuer à réduire les coûts effectifs par utilisateur, les marchés n'offrent pas tous cette possibilité. Certains plafonneront les droits à l'utilisation facturés dans le mois aux non-professionnels au montant exigé pour un abonnement mensuel, ce qui pourrait aussi aider à limiter les coûts. Quoiqu'il en

⁹¹ En décembre 2019, seule la NEO offrait des droits d'affichage réduits pour les « utilisateurs professionnels individuels » dont pourraient se prévaloir les conseillers en gestion de patrimoine et les conseillers en placement inscrits.

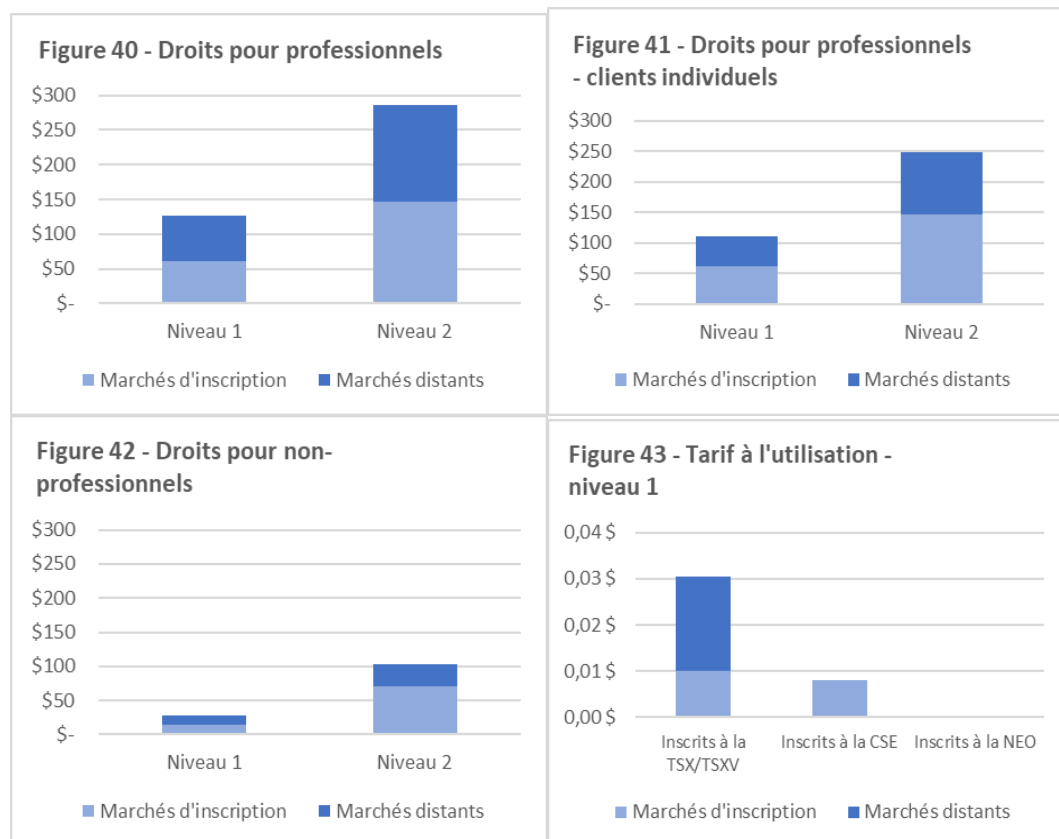
⁹² À l'heure actuelle, les marchés n'offrent pas tous un tarif à l'utilisation; le courtier qui fournit des données consolidées à ses clients individuels selon un tel tarif pourrait donc devoir payer à un marché les droits d'abonnement mensuel pour non-professionnels si un client consomme ne serait-ce qu'une seule cotation au cours du mois.

-59-

soit, les figures ci-après tendent à démontrer que la décision d'un courtier ayant un grand nombre de clients individuels ou de conseillers en placement inscrits de donner accès aux DMTR consolidées de niveau 1 de l'ensemble des marchés lui occasionnerait immédiatement des coûts importants. Ceux-ci doubleraient s'il devait donner accès aux DMTR consolidées de niveau 2 à tous.

Figures 40 à 43 – Droits d'abonnement mensuel et tarif à l'utilisation – marchés d'inscription contre tous les marchés^{93 94}

(selon les tarifs en vigueur en décembre 2019)



⁹³ Les figures 40 à 42 représentent les droits d'abonnement mensuel relatifs aux données des marchés d'inscription seulement (à la TSX, la TSXV, la CSE et la NEO) en comparaison avec les montants exigés par les marchés autres que d'inscription pour la consommation de données sur ces titres inscrits.

⁹⁴ La figure 43 ne comprend que les marchés offrant un tarif à l'utilisation (même si le prix indiqué est de 0 \$). Voir la note 92 pour de plus amples renseignements sur la tarification à l'utilisation. En décembre 2019, dans le cas des titres inscrits à la TSX et à la TSXV, ce tarif était uniforme; dans le cas des titres inscrits à la CSE, les seuls autres marchés visibles proposant un tel tarif étaient le Nasdaq CXC et le Nasdaq CX2; et dans le cas des titres inscrits à la NEO, ceux-ci ne se négociaient sur aucun autre marché visible.

-60-

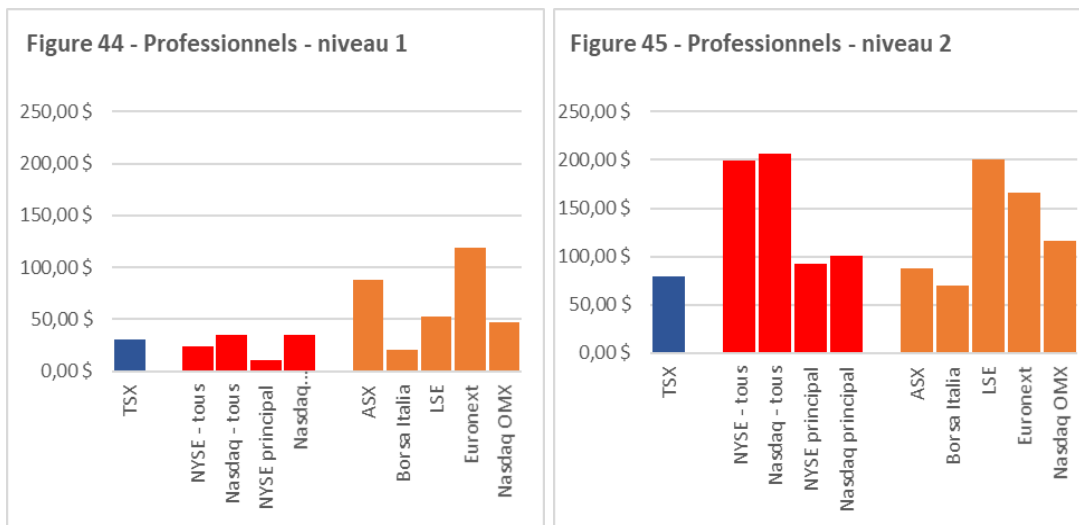
Rubrique 5 – Comparaison de certains droits d'abonnement relatifs aux données avec d'autres tarifications de référence

Nous avons approfondi l'analyse du niveau des droits relatifs aux DMTR facturés au Canada par rapport à celui observé ailleurs dans le monde en comparant les droits d'abonnement de la TSX avec des droits similaires imposés par de grandes bourses des É-U, d'Europe et d'Australie⁹⁵. Nous avons aussi comparé le tarif pour les données consolidées au Canada à ceux offerts aux É-U.

5.1 Droits d'abonnement professionnel

a) Professionnels – Comparaison des droits de la TSX avec la tarification comparable à l'étranger

Nous constatons que les droits pour professionnels demandés par la TSX, en dollars absolus, semblent se comparer, voire même avantageusement, aux droits imposés par les marchés des É-U et d'ailleurs (voir les figures 44 et 45)⁹⁶.

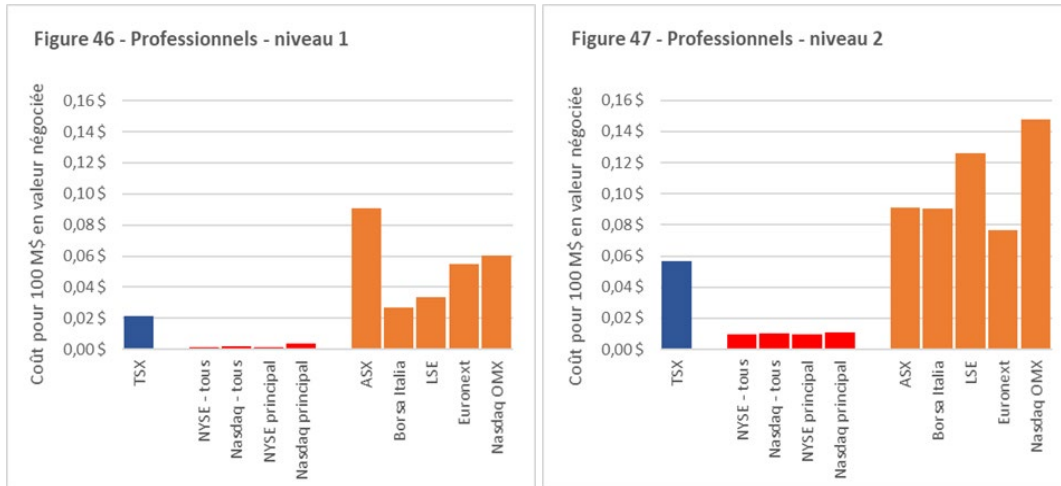


⁹⁵ Les droits des marchés non canadiens qui ont été utilisés sont tirés des barèmes publics applicables en décembre 2019 pour le produit le plus comparable et convertis en dollars canadiens au taux de change alors en vigueur.

⁹⁶ Les figures 44 et 45 comparent les droits mensuels pour professionnels facturés par la TSX à ceux des autres bourses en dollars absolus (selon les tarifs en vigueur en décembre 2019, tous les montants convertis en dollars canadiens).

-61-

En valeur relative, les droits de la TSX sont toutefois⁹⁷ beaucoup plus élevés que ceux des bourses américaines, mais semblent plus avantageux que ceux exigés ailleurs dans le monde (voir les figures 46 et 47)⁹⁸.



b) *Professionnels – Comparaison des droits consolidés au Canada et aux États-Unis*

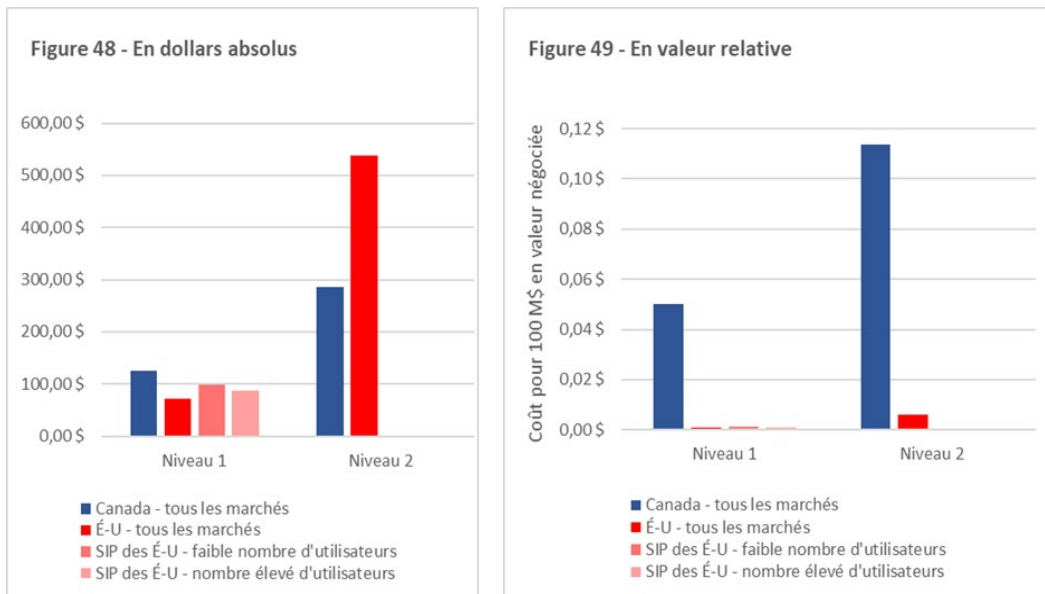
Nous notons que les droits consolidés au Canada, s'ils semblent comparables à ceux aux É-U en dollars absolus, sont bien plus élevés en valeur relative (voir les figures 48 et 49)⁹⁹.

⁹⁷ La valeur relative utilisée normalise les droits de chaque marché à une valeur mensuelle négociée de 100 M\$ par marché, les droits et la valeur étant convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur. Les valeurs mensuelles négociées sur les marchés non canadiens sont tirées de l'information rendue publique sur les sites Web des bourses aux É-U et dans l'UE.

⁹⁸ Les figures 46 et 47 comparent les droits mensuels pour professionnels appliqués par la TSX à ceux d'autres bourses en valeur relative (selon les tarifs en vigueur en décembre 2019, tous les montants convertis en dollars canadiens).

⁹⁹ Les figures 48 et 49 comparent les droits mensuels consolidés pour professionnels au Canada et aux É-U (selon les tarifs en vigueur en décembre 2019, tous les montants convertis en dollars canadiens).

-62-



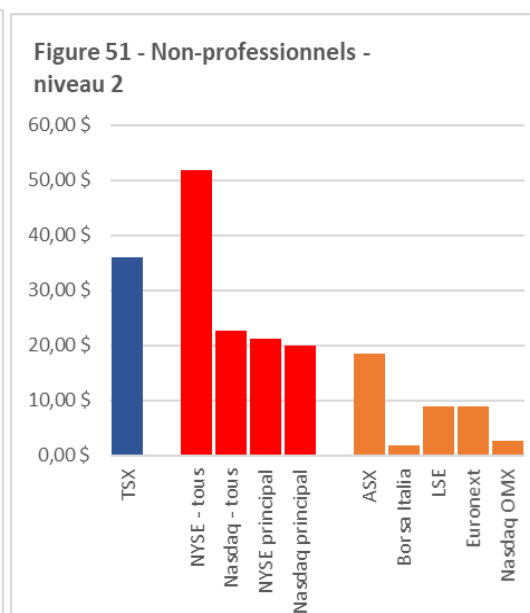
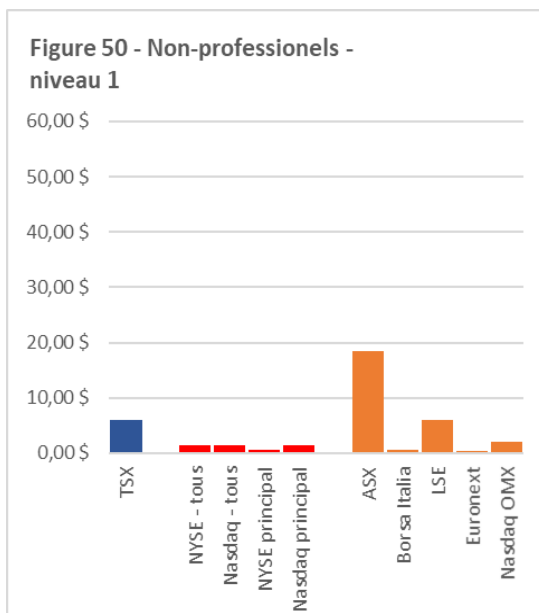
5.2 Droits d'abonnement non professionnel

a) *Non-professionnels – Comparaison des droits de la TSX avec la tarification comparable à l'étranger*

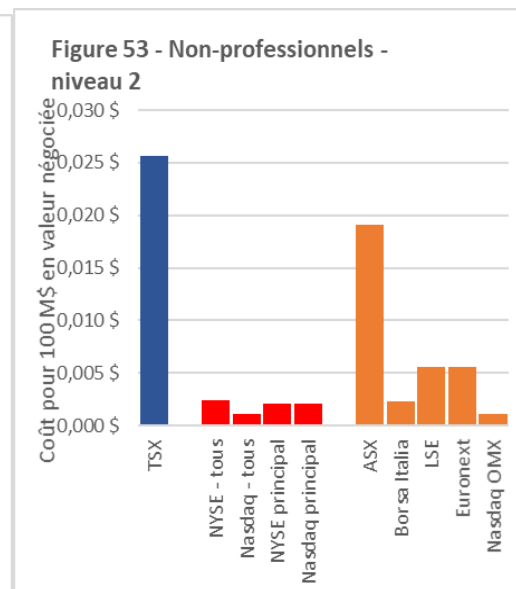
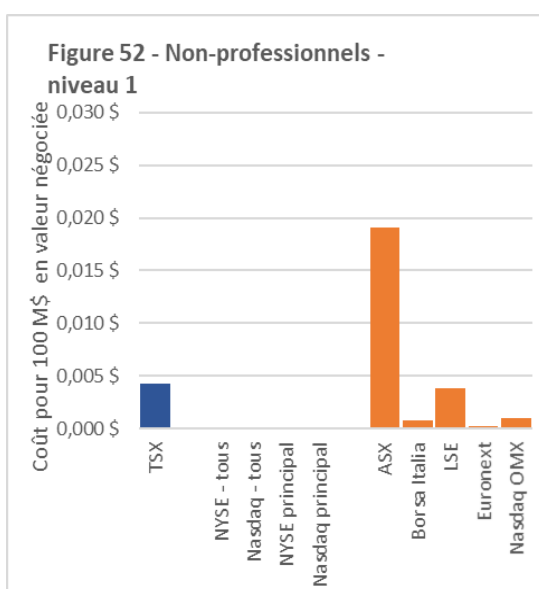
Nous constatons que les droits pour non-professionnels demandés par la TSX, en dollars absolus, paraissent élevés en regard de ceux de la plupart des bourses aux É-U et ailleurs dans le monde. Aux É-U, il est probable que les faibles tarifs des *securities information processors* (les **SIP**) réglementés pour les données consolidées limitent les droits d'accès aux DMTR de niveau 1 facturés par les marchés aux non-professionnels (voir les figures 50 et 51)¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Les figures 50 et 51 comparent les droits mensuels pour non-professionnels imposés par la TSX à ceux d'autres bourses en dollars absolus (selon les tarifs en vigueur en décembre 2019, tous les montants convertis en dollars canadiens).

-63-



Nous avons aussi observé que, comparés aux droits des bourses américaines, ceux de la TSX sont considérablement plus élevés en valeur relative (droits mensuels pour 100 M\$ CA en valeur mensuelle négociée)¹⁰¹.

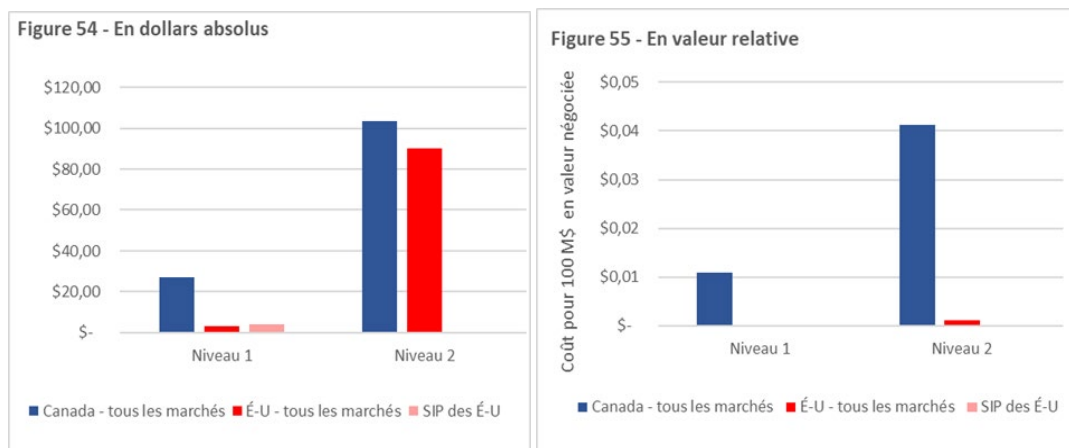


¹⁰¹ Les figures 52 et 53 comparent les droits mensuels pour non-professionnels exigés par la TSX à ceux d'autres bourses en valeur relative (selon les tarifs en vigueur en décembre 2019, tous les montants convertis en dollars canadiens).

-64-

b) *Non-professionnels – Comparaison des droits consolidés au Canada et aux États-Unis*

Nous constatons que les droits consolidés au Canada semblent plus élevés qu'aux États-Unis en dollars absolus, mais qu'ils le sont encore beaucoup plus en valeur relative. Comme indiqué antérieurement, les tarifs des SIP réglementés pour non-professionnels aux États-Unis sont bien plus bas (voir les figures 54 et 55)¹⁰².



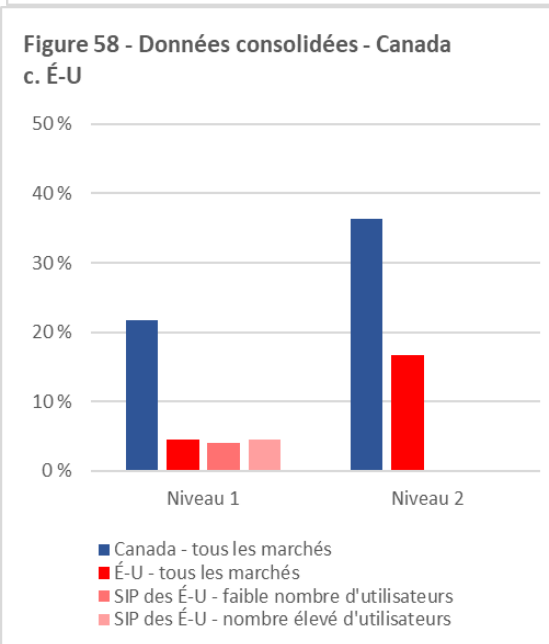
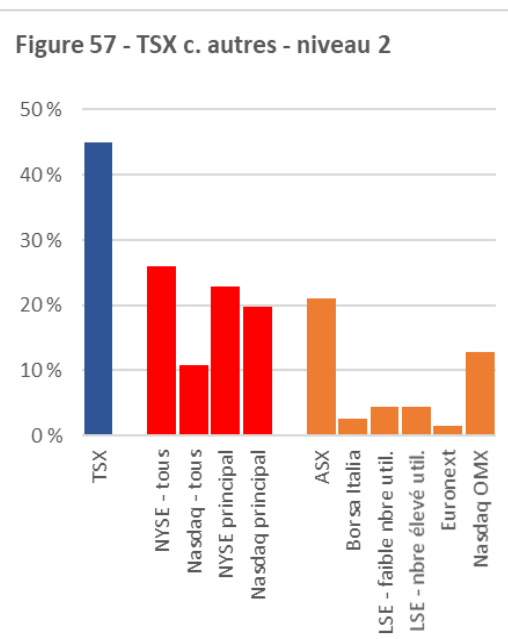
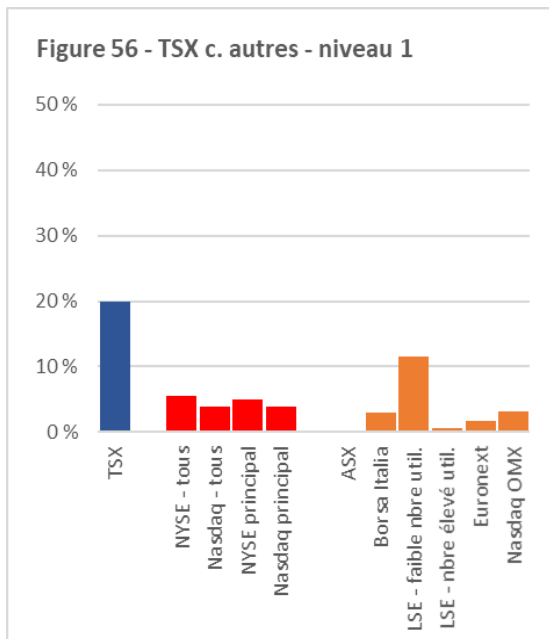
c) *Droits pour non-professionnels en pourcentage des droits pour professionnels*

Nous avons aussi examiné les droits pour non-professionnels en pourcentage des droits pour professionnels en dollars absolus, en tant qu'autre moyen de déterminer s'ils sont élevés ou non (voir les figures 56, 57 et 58)^{103,104}. Nous notons que les droits pour non-professionnels imposés au Canada, mesurés en pourcentage des droits pour professionnels, sont substantiellement plus élevés qu'ailleurs, notamment si l'on compare la TSX avec les marchés aux États-Unis et à l'étranger ou bien les droits consolidés au Canada et aux États-Unis.

¹⁰² Les figures 54 et 55 comparent les droits mensuels consolidés pour non-professionnels au Canada et aux États-Unis (selon les tarifs en vigueur en décembre 2019, tous les montants convertis en dollars canadiens).

¹⁰³ Les figures 56 et 57 illustrent les droits mensuels pour non-professionnels en pourcentage des droits pour professionnels imposés par la TSX et d'autres bourses (selon les tarifs en vigueur en décembre 2019). Ces montants sont fondés sur les tarifs indiqués des marchés non canadiens, sans ajustement au taux de change.

¹⁰⁴ Le figure 58 montre les droits mensuels pour non-professionnels en pourcentage des droits pour professionnels au Canada et aux États-Unis (selon les tarifs en date de décembre 2019). Ces montants sont fondés sur les tarifs indiqués des marchés non canadiens, sans ajustement au taux de change.



7.2.2. Publication

Aucune information.

7.3 RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION, DES OAR ET D'AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES

Aucune information.

7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.