

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

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

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

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

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

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

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

I. INTRODUCTION

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

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

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

Le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») a constaté très tôt que l'accès à des données consolidées en temps réel de tous les marchés est crucial dans le contexte concurrentiel des opérations. C'est pourquoi l'on a obligé les marchés à fournir en temps réel l'information sur les ordres et les opérations à une agence de traitement de l'information (« ATI »), et cette dernière à la consolider et à la diffuser. Chaque marché exige des droits en échange de ses données, droits qui sont répercutés sur les abonnés dans les cas où les données transitent par l'ATI.

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

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

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

II. OBJET, PORTÉE ET STRUCTURE DU DOCUMENT DE CONSULTATION

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

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

Voici la structure du présent document de consultation :

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

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

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

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

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

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

III. ENVIRONNEMENT DES DONNÉES DE MARCHÉ EN TEMPS RÉEL

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

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

1. Définition des données de marché en temps réel

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

2. Producteurs de données de marché

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

3. Vendeurs de données de marché

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

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

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

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

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

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

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

4. Acheteurs de données de marché et utilisation des données

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

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

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

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

5. Tarification des données de marché

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

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

- Quantité de données – Les marchés offrent généralement deux niveaux de données : les données de tête du registre (DTR) et les données de profondeur du registre (DPR). Les DTR sont l'information sur la dernière vente d'un titre, le meilleur cours acheteur et vendeur, et le volume total de l'offre et de la demande à ces cours. Les DPR sont l'information sur tous les ordres visibles sur un marché donné (cours et volume) et toutes les opérations. Les DPR sont habituellement plus chères que les DTR, mais certains marchés offrent les deux au même tarif¹¹.
- Type d'utilisateur – Ainsi qu'il est indiqué plus haut, les marchés peuvent également pratiquer des tarifs différents selon que l'utilisateur du produit est un professionnel ou non. Il s'agit des droits d'abonnement. Les utilisateurs professionnels sont des personnes physiques et des organisations qui utilisent les données de marché à des fins commerciales (par exemple, les courtiers et leur personnel). Les utilisateurs non professionnels sont des personnes physiques qui se servent des données à des fins personnelles. Il existe une troisième catégorie d'utilisateurs, aussi bien professionnels que non professionnels, qui paient les données par cotation¹².

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Le cadre réglementaire

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

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

(a) Règles régissant les données de marché

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

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

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

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

¹⁵ On entend par « titre coté à l'étranger » un titre qui est inscrit à la cote d'une bourse ou coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations à l'extérieur du Canada qui est réglementé par un membre ordinaire de l'Organisation internationale

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

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

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

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

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

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

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

(c) Régime de protection des ordres (RPO)

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

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

(d) Meilleure exécution

des commissions de valeurs, mais qui n'est pas inscrit à la cote d'une bourse ni coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations au Canada.

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

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

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

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

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

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

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

L'obligation du courtier d'obtenir la meilleure exécution pour les ordres de ses clients émane, en common law, du droit des mandats²³. Au Canada, cette obligation est inscrite dans la Norme canadienne 23-101 et les Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM »). Ces règles²⁴ prévoient que le courtier (autre que celui dont l'activité est de tenir un SNP) qui agit pour le compte d'un client doit faire des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution²⁵. Pour décider de la façon de gérer les ordres des clients, les courtiers doivent évaluer régulièrement l'information sur les ordres et les opérations de tous les marchés concernés. Comme dans le RPO, la meilleure exécution ne s'évalue pas opération par opération, mais dans le contexte des politiques et procédures du courtier dans leur ensemble. Le paragraphe 5 de l'article 4.1 de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-101 sur les règles de négociation énonce ce qui suit :

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

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

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

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

1. Droits relatifs aux données de marché trop élevés

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

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

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

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

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

2. Les participants, un « marché captif »

Les participants aux marchés relèvent deux facteurs contribuant à la hausse des droits relatifs aux données. Premièrement, le contrôle des marchés sur la production et la tarification de leurs propres produits de données de marché, aussi bien individuellement que collectivement. Deuxièmement, le contexte réglementaire qui, selon de nombreux courtiers, les oblige à avoir accès aux données de tous les marchés transparents. Les courtiers indiquent que, pour respecter le RPO dans la

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

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

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

pratique, ils ont besoin des DPR en temps réel de tous les marchés pour chaque opération. Certains estiment que les marchés en profitent pour exiger des droits supérieurs à ceux qui se pratiqueraient si les marchés étaient soumis au jeu de la concurrence dans la production et la tarification de leurs données de marché.

3. Transparence des propositions et modifications de tarification

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

V. ANALYSE DES DROITS RELATIFS AUX DONNÉES DE MARCHÉ

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

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

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

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

1. Comparaison des droits entre les marchés transparents canadiens

(a) Méthode d'analyse

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

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

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

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

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

Prise isolément, une mesure de l'activité de négociation peut amener à surestimer ou à sous-estimer les droits exigés par un marché par rapport à ses homologues²⁹. Cependant, nous avons privilégié la mesure du volume, c'est-à-dire les chiffres par million d'actions négociées, parce qu'elle concorde avec la mesure de l'activité de négociation utilisée par le secteur. Toutefois, pour donner une vue d'ensemble du classement des droits de chaque marché selon les trois mesures, nous présentons notre analyse complète à l'Annexe B.

(b) Constatations

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

Tableau 1 – Droits exigés par chaque marché transparent en 2011

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

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

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

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

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

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

²⁹ Par exemple, si un marché enregistre un volume élevé d'actions négociées, mais que le cours des actions est relativement bas, ses droits relatifs seront moins élevés si l'on prend la mesure du volume, et plus élevés si l'on prend la mesure de la valeur. De même, si un marché enregistre un nombre élevé d'opérations, mais que la taille moyenne des opérations est peu élevée, ses droits relatifs seront plus bas si l'on utilise la mesure du nombre d'opérations, et plus élevés si l'on utilise la mesure du volume total. En revanche, la valeur monétaire des opérations a l'avantage de ne tenir compte que de la valeur des opérations, de sorte qu'elle tend à éviter les biais inhérents aux mesures du volume et du nombre d'opérations.

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

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

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

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

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

DTR	1,0	23,9	2018,0	1,5	36,3	2,0	2,3	5,9
DPR	1,0	19,9	939,6	2,2	55,3	2,4	1,1	4,1

Comparaison des droits par 10 000 opérations (proportionnellement aux droits de la Bourse de Toronto)

DTR	1,0	10,8	1144,4	1,2	9,6	1,0	1,9	4,5
DPR	1,0	9,0	531,6	1,8	14,6	1,2	0,9	3,1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- La Consolidated Tape Association (« CTA ») et l'UTP SIP Plan, les organismes encadrant les SIP, n'appliquent pas de barème de droits transparent à l'égard des données consolidées et diffusées par les SIP. Ils fixent leurs prix pour les données et rémunèrent les marchés participants en partageant les produits des activités ordinaires réalisés par les SIP selon une formule réglementaire³⁶.
- Les droits d'abonnement totaux au Network B (NYSE MKT) et au NASDAQ UTP (titres cotés sur le NASDAQ) sont inférieurs à ce qu'il en coûte pour acheter séparément des données de chaque marché. En outre, le Network A (titres cotés sur le NYSE) applique un barème de droits d'abonnement dégressif qui diminue rapidement après le premier utilisateur³⁷. Nous estimons que les droits du Network A pour un abonné unique sont en fait plus élevés que ce qu'il en coûte pour acheter séparément des données de chaque marché.
- Les SNP américains ne sont pas tenus de fournir de données à un SIP en deçà d'un certain seuil de part de marché, mais bon nombre choisissent de le faire pour toucher une part des produits des activités ordinaires partagés par le SIP en transmettant leurs données à une bourse membre de la CTA.
- Aucun SNP actuellement en activité aux États-Unis ne facture les utilisateurs pour les données obtenues directement de lui. Cela découle cependant d'une décision de gestion, et non d'une obligation réglementaire.

(a) Méthode d'analyse

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

(b) Constatations

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ces résultats étaient prévisibles, étant donné le plus grand volume d'opérations et nombre d'utilisateurs professionnels de données aux États-Unis. Le volume total consolidé des opérations transparentes y est environ 7 fois plus important que le volume total des opérations transparentes au Canada³⁹, et on y recense 10 fois plus d'abonnés professionnels⁴⁰. La grande taille du marché américain permet des économies d'échelle supérieures qui peuvent être répercutées sur les participants au marché. En outre, les volumes étant supérieurs, ils génèrent des produits des activités ordinaires plus élevés sur les opérations et peuvent attirer davantage de sociétés souhaitant être admises en bourse, d'où un effet positif sur les produits des activités ordinaires tirés des inscriptions à la cote, si bien que les marchés américains comptent moins sur les droits relatifs aux données pour soutenir leurs activités.

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

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

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

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

(a) Méthode d'analyse

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

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

(b) Constatations

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Voici les conclusions que nous tirons de notre analyse :

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

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

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

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

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

⁴⁶ Droits du LSE Level 2.

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

⁴⁸ Droits du Nordic Equity TotalView du NASDAQ OMX.

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

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

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

⁵² Droits du Full Book.

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

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

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

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

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

VI. MESURES RÉGLEMENTAIRES PRISES À CE JOUR

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

1. Examen de la tarification des marchés canadiens

La problématique des droits relatifs aux données de marché s'est posée la première fois lors de la sélection d'une l'ATI en 2009. L'Avis 21-309 du personnel des ACVM, *Agence de traitement de l'information sur les valeurs mobilières inscrites en bourse autres que les options*, faisait état des problèmes soulevés à l'époque et le personnel des ACVM y indiquait son intention de les examiner ultérieurement, notamment :

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

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

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

(a) Examen par le personnel de la CVMO

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

(b) Examen par le personnel de la BCSC

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁵⁸ Article 10.1 de la Norme canadienne 21-101 et article 12.1 de l'Instruction complémentaire 21-101.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

VIII. CONSULTATION

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

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

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

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

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

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

et

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

Tous les commentaires reçus pendant la période de consultation seront rendus publics. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Nous afficherons tous les commentaires sur le site Web de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, à l'adresse www.osc.gov.on.ca, par souci de transparence du processus réglementaire.

Questions

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

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

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

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

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

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

Michael Brady
British Columbia Securities Commission
604-899-6561

Doug Mackay
British Columbia Securities Commission
604-899-6609

Bonnie Kuhn
Alberta Securities Commission
403-355-3890

Mark Wang
British Columbia Securities Commission
604-899-6658

Annexe A

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

A. Calcul des droits relatifs pour tous les marchés

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

$(\text{droits du marché} \div \text{volume mensuel moyen en 2011}) \times 1\,000\,000$

$(\text{droits du marché} \div \text{valeur mensuelle moyenne des opérations en 2011}) \times 100\,000\,000 \$$

$(\text{droits du marché} \div \text{nombre mensuel moyen d'opérations en 2011}) \times 10\,000$

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

B. Calcul des droits relatifs aux DTR

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

C. Calcul des droits relatifs aux DPR

Bourse de Toronto

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

Bourse de croissance TSX

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

TMX Select

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

Alpha

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

CNSX

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

Pure

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

Omega

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

Chi-X

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

Annexe B

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

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

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

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

Annexe C

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

a. Structure de marché

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

b. Régime encadrant la disponibilité des données de marché

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

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

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

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

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

c. Obligations de dépôt des marchés

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

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

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

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

d. Régime de protection des ordres

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

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

e. Meilleure exécution

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

Annexe D

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

Canada

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

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

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

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

États-Unis

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

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

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

Annexe E

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

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

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

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

Annexe F

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

a. Structure de marché

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

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

b. Régime encadrant la disponibilité des données de marché

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

c. Régime de protection des ordres

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

d. Meilleure exécution

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

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

Annexe G

Structure de marché à Hong Kong et au Brésil

Hong Kong

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

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

Brésil

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

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

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

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

Annexe H

Bibliographie

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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