

Avis de consultation des ACVM**Projet de modifications à la Norme canadienne 23-101 sur les
règles de négociation****Modification de l'Instruction complémentaire relative à la
Norme canadienne 23-101 sur les règles de négociation**

Le 23 janvier 2025

Introduction

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

Les projets de modification de la règle et de l'instruction complémentaire, ainsi que d'autres éléments d'information pertinents, sont publiés avec le présent avis aux Annexes A, B, C et D et peuvent être consultés sur les sites Web des membres des ACVM, notamment :

www.lautorite.qc.ca

www.asc.ca

www.bcsc.bc.ca

<https://nssc.novascotia.ca/>

www.fcnb.ca

www.osc.gov.on.ca

www.fcaa.gov.sk.ca

www.mbsecurities.ca

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

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

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

Objet

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

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

Contexte

Projets de modification de la SEC

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Règles définitives de la SEC

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

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

Résumé des projets de modification de la règle et de l'instruction complémentaire

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

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

Titres non intercotés aux États-Unis

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

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

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

Modifications connexes

Le projet de modification de la règle renfermera les modifications connexes suivantes :

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

⁶ Voir l'avis de publication : <https://fcnb.ca/sites/default/files/2021-02/23-101-NOA-2016-01-26-F.pdf>.

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

Solutions de rechange aux projets de modification de la règle et de l'instruction complémentaire

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

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

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

Questions en vue de la consultation

Question 1 :

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

Veuillez étayer votre réponse.

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

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

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

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

Coûts et avantages prévus des projets de modification de la règle et de l'instruction complémentaire

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

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

Documents non publiés

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

Points d'intérêt local

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

Annexes

- Annexe A – Projet de modifications à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation*
- Annexe B – Modification de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation*

- Annexe C – Résumé des réponses à l’Avis 23-331 relativement aux projets de la SEC concernant le pas de cotation et les frais de négociation
- Annexe D – Contexte entourant la réglementation du plafonnement des frais de négociation au Canada
- Annexe E – Points d’intérêt local, le cas échéant

Pouvoir réglementaire

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

Transmission des commentaires

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

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

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

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

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

M^e Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour PwC
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : 514 864-8381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

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

Questions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ANNEXE A

PROJET DE MODIFICATIONS À LA NORME CANADIENNE 23-101 SUR LES *RÈGLES DE NÉGOCIATION*

1. L'article 6.6.1 de la Norme canadienne 23-101 sur *les règles de négociation* est modifié :
 - 1° par l'insertion, dans le paragraphe 1 et après « titre intercoté », de « aux États-Unis »;
 - 2° dans le paragraphe 2 :
 - a) dans l'alinéa *a*;
 - i) par l'insertion, dans ce qui précède le sous-alinéa *i* et après « titre intercoté », de « aux États-Unis »;
 - ii) par le remplacement, dans le sous-alinéa *i*, de « 0,0030 \$ » par « 0,0010 \$ »;
 - b) par l'insertion, dans l'alinéa *b* et après « titre intercoté », de « aux États-Unis »;
 - 3° par l'insertion, dans le paragraphe 3 et après « titres intercotés », de « aux États-Unis ».
2. L'article 6.6.2 de cette règle est abrogé.
3. **Date d'entrée en vigueur**

La présente règle entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur de la présente règle*).

ANNEXE B

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE RELATIVE À LA NORME CANADIENNE 23-101 SUR LES *RÈGLES DE NÉGOCIATION*

1. L'article 6.4.1 de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* est remplacé par le suivant :

« 6.4.1. Frais de négociation

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

ANNEXE C

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

Liste des intervenants

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

Résumé des commentaires
Question 1 : Si la SEC adopte sa règle dans la forme proposée, veuillez donner votre avis sur l'éventualité que le Canada harmonise la sienne, notamment sur les plans suivants : a) le mode de calcul des échelons de cotation minimums, y compris la source des données (quels marchés et quelle entité seraient responsables du calcul) et les périodes de calcul; b) les titres visés par les échelons de cotation modifiés pour le Canada (par exemple les titres intercotés seulement ou toutes les catégories de titres, de fonds négociés en bourse et d'autres titres cotés, ou certaines d'entre elles); c) le traitement des cas où l'application d'un mode de calcul harmonisé donnerait lieu à des échelons de cotation différents au Canada et aux États-Unis pour un titre intercoté (c'est-à-dire lorsque les écarts cotés moyens pondérés en fonction du temps au Canada sont différents de ceux aux États-Unis pour le même titre).
a) • Certains intervenants se sont dits en faveur de l'harmonisation du mode de calcul des échelons de cotation minimums utilisé par les autorités en valeurs mobilières canadiennes et américaines. • Un intervenant a affirmé que les bourses d'inscription canadiennes devraient indiquer les titres intercotés qui sont touchés et par conséquent soumis à une réduction du pas de cotation – par exemple, au moyen de messages de début de journée portant sur l'état des titres.
b) • La grande majorité des intervenants appuyaient l'harmonisation des échelons de cotation pour les titres intercotés; pas un seul ne s'est opposé catégoriquement à l'harmonisation pour les titres intercotés aux États-Unis. S'agissant des titres non intercotés aux États-Unis, la plupart des intervenants ont recommandé la plus grande prudence, ou se sont opposés fermement à l'harmonisation des échelons de cotation. Seul un intervenant était favorable à cette harmonisation.
c) • Un intervenant considérait que si les autorités en valeurs mobilières n'arrivent pas à harmoniser leurs ensembles de données, celles du Canada devraient substituer les données de la SEC aux données canadiennes. • Un autre intervenant a fait valoir que si des échelons de cotation différents étaient établis pour les titres intercotés aux États-Unis, l'échelon sélectionné pour le Canada devrait être le plus petit des suivants : 1) l'échelon américain ou 2) l'échelon déterminé selon le mode de calcul canadien.
Question 2 : Si les règles canadiennes relatives aux échelons de cotation minimums n'étaient pas modifiées en réponse au projet de modification de la règle de la SEC : a) les participants au marché diminueraient-ils leurs flux d'ordres vers les marchés canadiens au profit des plateformes de négociation américaines?

b) est-ce que la différence entre la valeur du dollar canadien et celle du dollar américain constitue un facteur dans votre analyse?
a) • La plupart des intervenants estimaient que le flux d'ordres vers les marchés canadiens diminuerait si les obligations canadiennes n'étaient pas harmonisées avec celles prévues par le projet de modification de la SEC. • Deux intervenants ont exprimé des doutes quant au recul du flux d'ordres vers les marchés canadiens, et un autre a demandé que soit menée une étude plus approfondie fondée sur les données.
b) • La vaste majorité des répondants à cette question voyait d'un mauvais œil l'idée d'aborder la question des échelons de cotation et des frais d'accès sous l'angle du taux de change. De façon générale, les intervenants préféraient que ces échelons soient harmonisés le plus largement possible.
Question 3 : Des préoccupations ont été émises sur les enjeux suivants : a) la résilience opérationnelle et l'état de préparation des systèmes dans l'éventualité d'une hausse du nombre d'échelons de cotation, surtout s'ils étaient rajustés périodiquement pour chaque titre; b) l'accroissement de la quantité de messages (soit ceux concernant les opérations et les ordres transmis par voie électronique) découlant de l'augmentation du nombre d'échelons de cotation. Veillez exprimer votre avis sur ces enjeux.
• La majorité des intervenants partageait ces préoccupations. Toutefois, de l'avis général, les avantages de l'harmonisation des échelons de cotation pour les titres intercotés aux États-Unis l'emportaient sur les risques liés à la technologie. Un intervenant a avancé que les autorités en valeurs mobilières devraient fournir suffisamment de temps aux intervenants du secteur pour ajuster leur technologie à des échelons de cotation moindres.
Question 4 : Certains affirment que tout projet canadien de modification des échelons de cotation minimums complexifierait la gestion des ordres. Veillez exposer votre avis à cet égard, et notamment sur les questions suivantes : a) la complexité liée à la fréquence de variation des échelons; b) les délais nécessaires entre l'établissement et la mise en œuvre de nouveaux échelons, aussi bien initialement que par la suite; c) les défis que poserait la gestion des ordres existants saisis sur les marchés à des cours dotés d'échelons de cotation devenus invalides (particulièrement dans le cas des ordres d'investisseurs individuels assortis de dates d'expiration éloignées (c'est-à-dire les ordres à révocation, communément appelés « GTC » en anglais)); d) les défis de sensibilisation des investisseurs liés à un changement dans l'approche à l'égard des échelons de cotation minimums.

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

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

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

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

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

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

échelon; selon une comparaison des titres intercotés aux États-Unis entre le Canada et les États-Unis); - les taux et les temps d'exécution ou d'annulation des ordres; - la taille moyenne des ordres affichés et la profondeur du marché; - le ratio volume de négociation affiché sur non affiché; - l'incidence sur le marché pour les participants; - la stabilité et la volatilité du cours des actions. Un intervenant a fait remarquer qu'il peut être difficile de déterminer les paramètres appropriés en raison du nombre élevé de variables en jeu et que, par conséquent, il se pourrait que les indicateurs doivent évoluer au fil du temps et être réévalués régulièrement.	Question 7 : Croyez-vous qu'une limite devrait également s'appliquer aux barèmes de droits « preneur-teneur »? Dans l'affirmative, devrait-elle être différente?
• Certains intervenants étaient favorables à l'application d'une limite aux barèmes de droits « preneur-teneur », tandis que quatre intervenants s'y opposaient dans ces circonstances. • Deux intervenants ont insisté sur le fait que, selon eux, le plafond des frais d'accès prévu par la Rule 610 de la Regulation NMS ne devrait s'appliquer qu'aux droits à verser pour accéder à la liquidité (en retirer), et non aux rabais offerts pour en retirer ou aux droits exigés pour en apporter. • Un intervenant était d'avis que le niveau de distorsion acceptable induite par les rabais doit être limité symétriquement sur les marchés classiques et les marchés inversés.	Question 8 : Généralement, le montant exact des droits ou du rabais sur un ordre ne peut être établi qu'après son exécution puisque les marchés déterminent les réductions ou les crédits à la fin du mois en fonction des activités de négociation du participant au cours du mois. Afin qu'il soit possible de calculer le coût total d'une transaction au moment de l'exécution, la SEC propose aussi d'exiger que les droits et les rabais soient déterminables à ce moment. Les plateformes de négociation des États-Unis seraient tenues de fixer des seuils ou des paliers de volume en fonction du volume atteint au cours d'une période donnée avant le calcul des droits ou des rabais pour que les participants aux marchés puissent déterminer ceux qui s'appliquent à un ordre au moment de son exécution.
Y a-t-il lieu d'opter pour une formule similaire au Canada? Expliquez pourquoi.	Question 9 : Si la SEC plafonne les droits à payer comme proposé, veuillez donner votre avis sur l'approche à adopter au Canada à cet égard, notamment sur les plans suivants : a) l'harmonisation avec une règle modifiée de la SEC, notamment en ce qui concerne l'application aux titres intercotés et à ceux qui ne le sont pas; b) la méthode de calcul employée, y compris quant aux aspects suivants :

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

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

ANNEXE D

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

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

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

Titres au cours inférieur à 1 \$ CA

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

⁸ Voir l'avis de publication : <https://fcnb.ca/sites/default/files/2021-02/23-101-NOA-2016-04-07-F.pdf>.

⁹ Voir la partie 6 de la règle.

¹⁰ Voir l'Avis de consultation des ACVM, Projet de modifications à la Norme canadienne 23-101 sur *les règles de négociation*, <https://fcnb.ca/sites/default/files/2021-02/23-101-CSAN-2014-05-15-F.pdf> (15 mai 2014).

Titres non intercotés aux États-Unis

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

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

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

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

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

¹³Les frais auraient une incidence indirecte sur les rabais.