

# **Accès aux données de marché en temps réel**

---

**Phase 1 : Révision de la méthode d'examen des droits relatifs aux données**  
**Comité sur la méthode d'examen des droits relatifs aux données**

**Juillet 2025**

# Rapport du Comité des ACVM sur la méthode d'examen des droits relatifs aux données

**Auteurs et présidents du Comité : Katya Malinova et Andreas Park, APIA SCHOLAR Inc.**

## **Membres du Comité**

Eric Bryce	Financière Banque Nationale
Kevin Carrai	Cboe Canada
Doug Clark	Bourse de Toronto
Andre Craig	CanDeal
Noah Dodek	Leede Finance Inc.
Peter Haynes	Valeurs Mobilières TD
Albert Lau	Desjardins
Dave Lauer	Urvin Finance
Gabrielle Little	IRESS
Alex Perel	Banque Scotia
Stuart Schady	Bourse des valeurs canadiennes
Annie Sinigaglia	Conseil Indépendant Finance et Innovation du Canada Inc.
Jonathan Sylvestre	Tradelogiq Markets Inc.
Matt Thompson	Nasdaq

Ce rapport, rédigé par les présidents du Comité, Katya Malinova et Andreas Park, tient compte des commentaires et des modifications sollicités auprès de tous les autres membres du Comité.

Les présidents souhaitent remercier l'ensemble des membres du Comité pour leur engagement soutenu ainsi que leur contribution positive et constructive.

## Synthèse des recommandations majoritaires du Comité

Le Comité a étudié cinq questions clés, qui ont ensuite été subdivisées en sujets spécifiques lorsque cela était pertinent. Les points de vue majoritaires du Comité (pas nécessairement unanimes) sont résumés ci-après. On trouvera plus de détails dans le rapport complet, notamment les avis dissidents et des perspectives différentes.

1. La MEDD devrait-elle encore servir aux fins d'évaluation des droits relatifs aux DMTR de niveaux 1 et 2 facturés par les marchés aux utilisateurs professionnels?

- **Maintien de la MEDD.**
- **Publication annuelle des fourchettes de droits autorisés, y compris les intervalles de confiance appropriés.**

2. Le calcul des points de référence (c'est-à-dire les montants de référence par marché d'inscription) est-il approprié?

- **Pas d'appui unanime à la modification des points de référence actuels (ni aucun consensus quant à l'adoption d'une approche de coût majoré). Aucun consensus n'était attendu, étant donné les intérêts économiques conflictuels des membres du Comité.**
- **Éventualité de fixer un point de référence unique pour tous les marchés d'inscription, mais des données et des analyses supplémentaires seraient requises pour formuler une recommandation concrète.**
- **Établissement d'une limite raisonnable pour les mises à jour annuelles du point de référence (ajustement suggéré : environ la moitié de l'IPC), qui devraient faire l'objet d'un examen périodique.**
- **Lors du calcul des ajustements annuels du point de référence dans la MEDD, traitement identique des marchés qui ne facturent pas de droits et des entités qui en facturent.**

La MEDD devrait-elle continuer de s'appuyer sur des points de référence canadiens, ou est-ce que leurs pendants internationaux conviennent mieux?

- **Pas d'appui à l'adoption de points de référence internationaux.**

3. Les mesures avant et après les opérations utilisées actuellement dans la MEDD sont-elles appropriées compte tenu de l'évolution constante du marché?
- ***Recommandation d'exclure les applications intentionnelles des mesures après les opérations; appui de certains membres du Comité à leur inclusion moyennant la mise en place de plafonds.***
  - ***Recommandation d'inclure les opérations hors séance, les volumes d'ouverture et de clôture de même que les opérations sur lots irréguliers dans les mesures après les opérations. Maintien de l'exclusion des mesures avant les opérations associées à ces catégories, comme les cours des opérations hors séance et sur lots irréguliers.***
4. Les formules utilisées actuellement pour classer les marchés (à savoir en fonction de leur contribution à la formation des cours et de leurs activités de négociation) sont-elles appropriées compte tenu de [l'évolution] constante du marché?
- ***Pas de soutien ni d'intérêt manifeste à l'égard de l'ajustement de l'actuelle pondération égale entre les mesures avant les opérations et les mesures après les opérations.***
5. Les ACVM devraient-elles instaurer des MEDD différentes pour les marchés à petite capitalisation et les marchés à grande capitalisation?
- ***Comme indiqué ci-dessus, recommandation de poursuivre l'élaboration d'un point de référence unique.***
  - ***Aucun ajustement particulier ni aucune considération particulière pour les marchés d'inscription.***
  - ***Pas de distinction dans le traitement des marchés à petite et à grande capitalisation.***
6. Questions supplémentaires
- ***Appui général aux efforts en vue d'une harmonisation raisonnable des droits d'abonnement canadiens et internationaux; analyse approfondie nécessaire concernant la prise en considération des exceptions justifiées par des écarts de coûts clairs ou d'autres arguments objectifs.***

- ***Le Comité a discuté des droits d'utilisation sans affichage et des frais semblables et conclu qu'ils échappent à la portée de son mandat. Il a toutefois indiqué qu'ils devraient faire l'objet d'une révision réglementaire éventuelle.***

## Introduction

Les données de marché en temps réel (les « DMTR ») constituent une composante importante pour les intermédiaires financiers qui ont besoin d'un portrait global en temps réel de l'activité du marché pour satisfaire à leurs obligations fiduciaires envers leurs clients. La vente de ces données aux fins d'opérations sur titres de capitaux propres s'effectue dans un environnement complexe. Puisque les DMTR sont générées dans les systèmes fermés des marchés, ces derniers sont, dans les faits, les seuls fournisseurs des données émanant de leurs plateformes.

La production et la distribution de DMTR s'accompagnent à la fois de coûts et de revenus pour les marchés. On entend souvent dire que les utilisateurs des marchés sont captifs et que le contrôle exclusif auquel sont soumises leurs données peut inciter à l'extraction de rente, qui peut à son tour causer des préjudices économiques. Partout dans le monde, les organismes de réglementation sont au fait de cet enjeu et ont mis en place divers contrôles pour y faire face. Au Canada, depuis 2016, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») appliquent une méthode d'examen des droits relatifs aux données (« MEDD »). Essentiellement, la MEDD classe les marchés en fonction de leur contribution à la formation des cours et à la liquidité avant et après les opérations. Ce classement sert ensuite à établir une fourchette de droits raisonnable par rapport au total des droits imposés par les marchés.

Comme l'ont montré les réactions des intervenants au Document de consultation 21-403 des ACVM, l'application de la MEDD et les éventuelles modifications qui pourraient y être apportées sont sources de dissensions marquées. C'est pourquoi les ACVM ont mandaté un comité sectoriel composé d'intervenants clés (le « Comité ») pour évaluer l'actuelle MEDD appliquée aux droits d'abonnement professionnel et, s'il y a lieu, y proposer des solutions de rechange ou des améliorations. Il lui a également été demandé de se pencher sur cinq questions spécifiques liées à l'utilisation continue de la MEDD, à son équité, aux intrants connexes, aux points de référence et à l'éventuelle différence de traitement entre les marchés à petite capitalisation et les marchés à grande capitalisation.

Préparé par les consultants qui ont présidé le Comité et guidé ses discussions, le présent document en expose les travaux.

Le Comité, s'appuyant sur des consultations individuelles avec les membres et des réunions plénières et guidé par les cinq questions clés constituant son mandat (Annexe A), a étudié un éventail de modifications et de recommandations procédurales potentielles liées à la MEDD. Le présent rapport synthétise les délibérations du Comité et en présente, pour chaque question, les points de vue collectifs, notamment les sujets qui ont fait consensus, de même que les avis dissidents.

Soulignons que bon nombre de membres non issus des marchés se sont dits fortement en faveur d'interventions réglementaires visant à abaisser considérablement les niveaux de droits actuels, tandis que les représentants des marchés s'y sont généralement opposés. Ces perspectives divergentes étaient déjà manifestes dans les mémoires soumis par les intervenants. Toute réglementation des droits relatifs aux données entraîne des répercussions économiques pour les participants au marché, ce qui crée dans les faits une dynamique à somme nulle entre ceux qui payent des droits et ceux qui en perçoivent. Ainsi, on ne saurait raisonnablement s'attendre à ce qu'un comité formé de représentants des deux groupes parvienne à consensus sur des politiques qui impliquent une redistribution importante. Il est donc irréaliste d'espérer que les forces en présence s'entendent sur des recommandations prônant une modification considérable des niveaux des droits actuels.

Le Comité a également discuté de plusieurs points liés aux droits d'abonnement professionnel, finalement jugés hors de la portée de son mandat. Il prend acte de l'intention des ACVM de former d'autres comités qui auront spécifiquement pour tâche de se pencher plus avant sur une grande partie de ces préoccupations connexes. Par conséquent, le présent rapport ne les aborde pas en profondeur. Voici quelques points soulevés à plusieurs reprises :

- Certains membres du Comité qui ne sont pas issus des marchés ont observé que la plupart de ces membres proviennent des secteurs institutionnel et du courtage et, dès lors, peuvent ne pas nécessairement exprimer toutes les préoccupations de la communauté des abonnés professionnels.
- La MEDD s'applique aux abonnés professionnels, qui sont nombreux à ne pas acheter de données auprès de tous les marchés (se reporter au Document de consultation 21-403 des ACVM).
- Les membres ont noté que la catégorie des abonnés professionnels est vaste et qu'elle inclut tous les utilisateurs de DMTR qui agissent en qualité professionnelle ou commerciale. Certains ont suggéré qu'une meilleure compréhension de la composition de ce groupe serait nécessaire pour évaluer si la MEDD lui convient bien. Quels sont les secteurs visés par des obligations réglementaires de s'abonner à tous les marchés? Comment s'explique le nombre limité d'abonnés professionnels qui s'abonnent à des données provenant des tous les marchés?
- Il a été soulevé que les abonnements de certains participants au marché, particulièrement les conseillers en placement, pourraient être insuffisants, éventuellement au détriment de leurs clients. Plusieurs membres ont suggéré que le « comité des investisseurs individuels » devrait s'attaquer aux questions concernant les fournisseurs s'apparentant à ceux qui ciblent les investisseurs individuels, tandis

que d'autres ont fait valoir que selon eux, ces questions étaient liées aux travaux du Comité et devaient donc être traitées simultanément.

- Des représentants de courtiers ont souligné des frais supplémentaires qui leur sont imposés, notamment au titre de la connectivité, des ports, des sessions, des connexions croisées, de la colocation, des abonnements et des permis, qui ne font pas partie des droits d'abonnement professionnel. Ces autres structures de frais n'entraient pas dans la portée du mandat du Comité. Certains de ses membres étaient d'ailleurs d'avis que les questions clés et la portée du mandat empêchent des réformes plus vastes.



## Résumé des travaux du Comité

Le Comité a été chargé d'étudier cinq questions principales :

1. *La MEDD devrait-elle encore servir aux fins d'évaluation des droits relatifs aux DMTR de niveaux 1 et 2 facturés par les marchés aux utilisateurs professionnels?*
2. *Le calcul des points de référence (c'est-à-dire les montants de référence par marché d'inscription) est-il approprié? La MEDD devrait-elle continuer de s'appuyer sur des points de référence canadiens, ou est-ce que leurs pendants internationaux conviennent mieux?*
3. *Les mesures avant et après les opérations utilisées actuellement dans la MEDD sont-elles appropriées compte tenu de l'évolution constante du marché?*
4. *Les formules utilisées actuellement pour classer les marchés (à savoir en fonction de leur contribution à la formation des cours et de leurs activités de négociation) sont-elles appropriées compte tenu de [l'évolution] constante du marché?*
5. *Les ACVM devraient-elles instaurer des MEDD différentes pour les marchés à petite capitalisation et les marchés à grande capitalisation?*

Pour répondre à ces questions, le Comité a procédé comme suit :

### **Première étape : réunion inaugurale, le 15 janvier 2025**

C'est à cette occasion que le Comité a dressé le plan de ses travaux. Les membres ont discuté des diverses composantes de la MEDD et des aspects potentiels à étudier. Les consultants ont rapidement passé en revue les objectifs généraux de toute MEDD, les éléments du barème de droits actuel, les barèmes utilisés dans d'autres marchés de même que l'efficacité et la robustesse de la méthodologie actuelle.

### **Deuxième étape : période de consultation**

Au cours de cette période, les consultants se sont entretenus individuellement avec les membres du Comité qui souhaitaient s'exprimer sur la MEDD, pour un total de 12 entrevues. Menés en toute confidentialité afin de favoriser les discussions ouvertes, ces entretiens visaient à déterminer les forces, les faiblesses et les points à améliorer ou sur lesquels rechercher un consensus quant à la MEDD. Si tous ces entretiens portaient sur des thèmes similaires, la structure des échanges a intentionnellement été laissée souple, les sujets et les questions abordés variant d'une séance à l'autre.

À la suite de la période de consultation, les présidents ont remis un sondage aux membres du Comité pour obtenir leur opinion sur les sujets et les idées ressortis le plus souvent.

### **Troisième étape : réunions les 15 avril et 5 mai**

Prenant acte des commentaires recueillis dans le cadre des entretiens individuels et du sondage, le Comité a tenu deux autres réunions pour délibérer sur les thèmes et les axes d'amélioration récurrents. Les membres du Comité ont eu l'occasion de présenter leurs arguments. Le présent document synthétise ces délibérations – y compris les points qui ont fait consensus et les avis dissidents – qui sous-tendent collectivement nos recommandations.

#### **Quatrième étape : période d'analyse et de révision en vue de l'établissement du rapport**

À la suite des réunions, les présidents du Comité ont fait circuler une ébauche de rapport qui a permis aux membres de donner leurs commentaires et leurs suggestions d'amélioration.

### **Principes pour une MEDD efficace**

De façon générale, la MEDD devrait respecter les principes suivants :

- a) **Utilité et adéquation avec les objectifs en matière de données** : La méthode devrait s'appuyer sur des données qui représentent fidèlement les besoins des investisseurs, particulièrement en ce qui concerne la liquidité et la formation des cours.
- b) **Robustesse et équité** : Les plafonds des droits ne devraient pas être trop sensibles aux légères variations des pondérations des mesures.
- c) **Résistance à la manipulation** : Les marchés ne devraient pas être en mesure de consentir des incitatifs à des sous-groupes de participants au marché, que ce soit de façon individuelle ou concertée, pour manipuler les critères d'évaluation, à moins que des avantages véritables, comme présenté au point a ci-dessus, en découlent. De plus, toute manipulation devrait être détectable, mesurable et faire l'objet d'un ajustement dans la méthode.

Diverses lettres d'observations ont été reçues en réponse à l'Avis 21-319 des ACVM, *Méthode d'examen des droits relatifs aux données* (l'« Avis 21-319 »), dans lesquelles les intervenants ont exprimé leurs préoccupations quant aux principes b et c, ce qui avait donné lieu à des modifications. Le mandat du Comité consistait pour une bonne part à offrir de plus amples recommandations d'amélioration.

Les mesures utilisées actuellement et leur efficacité ont fait l'objet de vastes discussions, d'abord dans l'Avis 21-319, puis dans le Document de consultation 21-403 des ACVM, *Accès aux données de marché en temps réel*. Les marchés des valeurs mobilières jouent deux rôles principaux, à savoir faciliter la rencontre des contreparties et permettre la formation des cours grâce aux cotations publiques et aux opérations exécutées. Les mesures choisies pour la MEDD devraient refléter ces deux objectifs.

## Cadre existant pour la MEDD

L'actuelle MEDD prévoit trois étapes :

### 1. **Calcul des mesures**

La MEDD calcule divers indicateurs des activités avant et après les opérations. Les mesures avant les opérations mettent l'accent sur la contribution à la liquidité, qui s'évalue principalement par la durée pendant laquelle un marché maintient le meilleur prix. Les mesures après les opérations, quant à elles, enregistrent l'activité de négociation, en particulier le volume en dollars, le volume de titres et le nombre d'opérations. À l'heure actuelle, ces mesures sont calculées quotidiennement pour chaque marché.

### 2. **Regroupement au sein d'un modèle**

La MEDD regroupe ces mesures individuelles afin d'établir un classement de tous les marchés à l'aide de moyennes annuelles pour chaque plateforme, qui sont normalisées sur des valeurs comprises entre 0 et 1.

### 3. **Détermination des plafonds de droits**

Le classement d'un marché détermine la part qu'il peut obtenir du « portefeuille » global, c'est-à-dire du total des droits relatifs aux données de niveau 1 et de niveau 2 imposés par tous les marchés protégés. Les droits autorisés sont calculés en multipliant le classement normalisé par la taille du portefeuille applicable.

La MEDD détermine les frais acceptables au titre des DMTR pour les abonnés professionnels qui achètent des listes de DMTR ou des abonnements auprès de tous les marchés protégés en vertu du régime de protection des ordres (le « RPO »). En ce moment, les portefeuilles sont calculés de façon distincte pour chacun des quatre marchés d'inscription de même que pour les données de niveau 1 (tête du registre) et de niveau 2 (pleine profondeur du registre), pour un total de huit portefeuilles distincts.

Pour chaque marché, la méthode calcule deux pondérations ou quotes-parts en fonction de modèles légèrement différents, appelés « agence de traitement de l'information » et « modèle 3 » dans l'Avis 21-319. Ces deux modèles incorporent des éléments antérieurs aux opérations (fondés sur les cotations) et des éléments postérieurs aux opérations (fondés sur les négociations). En pratique, les marchés doivent fixer leurs droits relatifs aux données en deçà du plus élevé des deux montants maximums produits par ces deux modèles.

## Aperçu du reste du document

Le texte qui suit expose les délibérations du Comité relativement aux cinq questions clés de même que les points précis qui sous-tendent ses recommandations. Pour chacune des questions, les arguments principaux sont présentés selon qu'ils émanent des membres représentant les marchés ou des autres membres, reflétant ainsi leurs intérêts économiques généralement opposés. S'il y a lieu, les avis différents au sein d'un même groupe sont également mentionnés. De plus, les préoccupations particulières soulevées par les présidents du Comité lors des réunions sont présentées avec les perspectives des membres. Chaque section se termine soit par le consensus du Comité, soit par l'opinion majoritaire, accompagnée des avis divergents s'il y a lieu. Les points de vue des présidents du Comité ne sont pas compris dans les avis majoritaires ou divergents.

Les présidents du Comité ont cherché à dégager une opinion majoritaire sur chaque question. La solidité des arguments a varié, et certains avis divergents et minoritaires se sont révélés bien fondés. Puisque le Comité a vocation à informer, le présent rapport rend compte des principales perspectives apportées lors des délibérations.

### Question 1 : La MEDD devrait-elle encore servir aux fins d'évaluation des droits relatifs aux DMTR de niveaux 1 et 2 facturés par les marchés aux utilisateurs professionnels?

Les approches différentes n'ont obtenu aucun soutien, pas plus que l'élimination totale de la réglementation des droits, et ce, quelle que soit l'origine de l'intéressé. Par conséquent, la recommandation consensuelle du Comité est de maintenir l'application de la MEDD.

Un sujet connexe dont il a été beaucoup question au sein du Comité et lors des consultations est la transparence. À l'heure actuelle, les autorités de réglementation ne rendent pas publiques les fourchettes de droits relatifs aux données de marché autorisées ni ne déclarent les mesures réglementaires qu'elles prennent en réponse aux droits n'entrant pas dans ces fourchettes. Chaque année, les marchés sont informés de la fourchette de droits autorisés qui s'applique à eux, mais pas de celles de leurs concurrents. De nombreux membres du Comité se sont prononcés fortement en faveur de la diffusion publique de ces fourchettes autorisées, mais cet appui n'était pas unanime.

#### Principaux arguments

**Membres représentant les marchés :** Plusieurs représentants des marchés se sont dits inquiets que la publication de fourchettes détaillées de DMTR puisse inciter les marchés à fixer leurs prix à la limite supérieure. Ils ont souligné les éventuelles distorsions de

concurrence et ont plaidé en faveur de la souplesse d'ajuster stratégiquement les droits, par exemple pour attirer des fournisseurs de liquidité.

**Membres non issus des marchés :** La plupart des membres non issus des marchés prônent une plus grande transparence et appuient la diffusion publique des fourchettes de DMTR. Ils avancent que cette transparence aurait pour effet de promouvoir la responsabilisation, de réduire les erreurs ainsi que de clarifier la surveillance réglementaire et les processus d'approbation. De plus, ils estiment que la transparence accroîtrait l'équité et la prévisibilité des ajustements de droits. La publication des infractions aux fourchettes de droits pourrait par ailleurs renforcer l'application de la réglementation.

**Présidents du Comité :** Les présidents du Comité ont signalé que la publication d'estimations ponctuelles devait se faire avec précaution, car les fourchettes découlent de moyennes de données intrinsèquement imprécises. Toute donnée publiée devrait exprimer son degré de variabilité. Ils ont ajouté qu'une transparence accrue, notamment par l'inclusion d'intervalles de confiance, pourrait favoriser une plus grande clarté et une meilleure interprétation.

**Opinion majoritaire du Comité :** La majorité du Comité, dont la quasi-totalité des membres non issus des marchés, s'est prononcée en faveur de la publication annuelle des fourchettes de droits et des intervalles de confiance connexes. Cette solution est considérée comme équilibrant, d'une part, les préoccupations des marchés à l'égard de la fixation des prix aux limites supérieures avec, d'autre part, la transparence et la surveillance réglementaire.

**Avis divergent (surtout des membres représentant les marchés) :** Une minorité importante composée principalement de membres affiliés aux marchés préconise le statu quo, soulignant le risque qu'une transparence accrue incite à une tarification à la hausse et uniforme plutôt qu'à une différenciation concurrentielle. Un membre non issu des marchés a observé qu'il était difficile de se forger une opinion sur la publication annuelle des droits en l'absence d'une plus grande transparence quant aux fourchettes actuellement autorisées et à la tarification au sein de celles-ci.

L'utilisation simultanée de deux modèles soulève une autre préoccupation : si chaque marché ajuste annuellement ses droits au maximum permis par l'un ou l'autre des modèles, les droits augmenteront automatiquement au fil du temps, particulièrement si le point de référence du portefeuille est calculé de nouveau en fonction du total des droits réellement facturés.

Pour illustrer ce problème, prenons deux marchés, A et B, qui imposent chacun des droits de niveau 1 de 50 \$ à l'an 1, pour un portefeuille de niveau 1 totalisant 100 \$. Supposons qu'après l'an 1, les fourchettes de droits autorisées assignées au marché A s'établissent à 55 \$ et à 60 \$ selon les modèles 1 et 2, respectivement, tandis que celles du marché B sont

de 45 \$ et de 40 \$. Si les deux marchés adoptent les droits les plus élevés, le marché A facturera les 60 \$ permis par le modèle 2 et le marché B, les 45 \$ autorisés par le modèle 1, ce qui portera le total combiné à 105 \$ à l'an 2. Cet effet pourrait s'accroître si le portefeuille pour l'an 3 est rehaussé en fonction de ce total majoré.

### Question 2 a) : Le calcul des points de référence (c'est-à-dire les montants de référence par marché d'inscription) est-il approprié?

La discussion du Comité sur ce sujet s'est intéressée à six sous-questions interreliées, numérotées de *i* à *vi* ci-dessous. Celles-ci portaient sur des considérations structurelles (par exemple, devrait-il y avoir un ou plusieurs portefeuilles?) et sur des enjeux fondamentaux entourant l'établissement, la mise à jour et l'application du point de référence (c'est-à-dire la taille du portefeuille).

C'est la question du niveau du point de référence lui-même qui a fait l'objet de la discussion la plus approfondie, notamment le mode de détermination du point initial, son évolution dans le temps et la prise en compte des marchés qui facturent des droits considérablement inférieurs aux fourchettes autorisées. Comme nous l'avons déjà mentionné, les membres représentant les marchés et les autres membres ont des intérêts économiques fondamentalement opposés sur cette question. Il n'a donc pas été possible d'arriver à un consensus sur l'approche à recommander.

Les sous-questions étaient les suivantes :

- i)* Devrait-il y avoir un seul portefeuille ou quatre (à savoir un pour chaque marché d'inscription : la Bourse de Toronto, la Bourse des valeurs canadiennes, la Bourse de croissance TSX et Cboe)?
- ii)* Faudrait-il calculer la fourchette de droits au niveau de chaque famille de marché appartenant à un même propriétaire?
- iii)* Faudrait-il facturer distinctement chaque marché d'inscription?
- iv)* Comment le niveau du point de référence (c'est-à-dire la taille du portefeuille) est-il déterminé?
- v)* Comment le point de référence est-il actualisé dans le temps?
- vi)* Comment les marchés qui facturent des droits considérablement en deçà du niveau autorisé devraient-ils être pris en compte dans le point de référence?

*Question i) : Devrait-il y avoir un seul portefeuille ou quatre (à savoir un pour chaque marché d'inscription : la Bourse de Toronto, la Bourse des valeurs canadiennes, la Bourse de croissance TSX et Cboe)?*

#### Principaux arguments

**Membres représentant les marchés :** S'ils ne sont pas tous de cet avis, plusieurs représentants des marchés approuvent l'idée de conserver des points de référence distincts pour chacun des marchés d'inscription, soulignant des différences significatives au chapitre des caractéristiques de marché, des profils de liquidité, des obligations réglementaires et des complexités opérationnelles. Ils font valoir que la séparation des points de référence reflète mieux ces différences, ce qui permet une répartition équitable des coûts et l'appréciation appropriée du fardeau réglementaire propre à chaque marché.

**Membres non issus des marchés :** Ces membres appuient fortement l'approche du « portefeuille unique », louant sa simplicité, sa clarté et le fait qu'elle soit équitable pour tous les marchés. Ils soutiennent qu'un point de référence unifié aurait pour avantages de mieux représenter un marché national cohésif, de simplifier la structure tarifaire et d'accroître la transparence. Certains membres ont également postulé qu'un tel portefeuille serait plus à même de permettre une juste redistribution à mesure que la dynamique des marchés et les préférences d'inscription évoluent.

**Présidents du Comité :** Les présidents ont soulevé quatre points distincts relativement à la mise en œuvre d'une approche unifiée. Premièrement, l'adoption d'un portefeuille unique nécessiterait l'élaboration d'une méthode nouvelle, robuste et possiblement plus complexe pour déterminer la taille appropriée du portefeuille, de même qu'une évaluation attentive des éventuelles répercussions inattendues, autant d'aspects qui n'entrent pas dans la portée de son mandat actuel.

Deuxièmement, le modèle 3 de la MEDD s'appuie sur le volume d'actions, tandis que les décisions d'investissement se prennent généralement en fonction d'une valeur en argent plutôt que d'un nombre d'actions, qui peut être touché par le fractionnement d'actions. Cette situation a des incidences pour les marchés comme la Bourse de croissance TSX et la Bourse des valeurs canadiennes, où les actions à faible cours génèrent souvent de forts volumes de titres mais de faibles volumes en dollars. Bien que ces deux modèles donnent actuellement lieu à des résultats similaires lorsqu'ils sont appliqués séparément, une approche unifiée pourrait entraîner des disparités et possiblement justifier le réexamen du bien-fondé du modèle 3.

Troisièmement, les marchés d'inscription se distinguent les uns des autres sur le plan des règles d'inscription et des conventions de cotation (par exemple pour ce qui touche les échelons inférieurs à un cent), et ils attirent des investisseurs et des courtiers différents. Un point de référence unique pourrait, d'une part, ne pas traduire entièrement ces différences et, d'autre part, imposer implicitement une formule universelle trop rigide.

Quatrièmement, s'il peut s'avérer souhaitable d'inclure dans le cadre actuel de nouveaux marchés acceptant les inscriptions existantes, le point de référence unique pourrait

toutefois nuire à la percée de nouveaux modèles d'affaires. Les nouveaux marchés font face à diverses pressions concurrentielles, comme la création de liens avec les courtiers, la promotion des nouvelles inscriptions et l'appui aux instruments financiers novateurs. L'application d'un régime uniforme de droits relatifs aux données à des entités exploitant des modèles d'affaires différents pourrait restreindre la capacité de ces dernières à recouvrer leurs coûts et, ultimement, affaiblir la concurrence sur le marché.

**Opinion majoritaire du Comité :** La majorité du Comité est en faveur de l'approche du point de référence unifié (ou « portefeuille unique »), mais elle reconnaît que des mesures transitoires pourraient être nécessaires pour en appuyer la mise en œuvre et répondre aux préoccupations des marchés. En l'absence d'une méthode arrêtée pour calculer un tel portefeuille, le Comité ne formule pas de recommandation définitive pour le moment.

**Avis divergent (membres représentant les marchés) :** La plupart des représentants des marchés préfèrent le maintien des points de référence distincts, mentionnant d'importantes différences sur les plans opérationnel, réglementaire et de la liquidité que l'approche du portefeuille unique, selon eux, ne prendrait pas en compte adéquatement.

Certains représentants des marchés ont affirmé qu'un point de référence unique pour l'ensemble des marchés des capitaux du Canada pourrait simplifier à outrance des segments de marché différents. L'utilisation du volume d'actions constitue une préoccupation clé. Les marchés à petite capitalisation présentent souvent un volume d'actions élevé, mais un volume en dollars faible. S'il peut s'avérer approprié de comparer le volume d'actions dans les marchés à petite et à grande capitalisation, le faire à l'échelle des segments risque de causer une distorsion de la valeur économique relative de l'activité de négociation avantagant les marchés à petite capitalisation. Toutefois, le retrait pur et simple du volume d'actions pourrait amoindrir le rôle de ces marchés et miner leur apport à l'écosystème des marchés des capitaux dans son ensemble. Les membres ont fait remarquer que, bien qu'en apparence, un point de référence unique puisse sembler plus simple, sa mise en application pourrait se révéler complexe et entraîner des effets défavorables involontaires sur la structure des marchés.

*Question ii) : Faudrait-il calculer la fourchette de droits par propriétaire de marché?*

Le Comité s'est demandé s'il conviendrait d'appliquer la MEDD au niveau de la plateforme individuelle ou à celui du groupe d'entreprises (propriétaire) (Bourse de Toronto, NASDAQ, Cboe ou Tradelogiq par opposition à des marchés individuels comme Alpha/TSX, CXC/CX2, Omega/Lynx, etc.). Les membres qui préconisent une application au niveau de la plateforme avancent que chaque plateforme de négociation a ses propres caractéristiques, technologies et incidences sur le marché, ce qui justifie un traitement différent. En revanche, ceux qui recommandent une application au niveau du propriétaire font valoir que cette façon de faire simplifierait l'encadrement réglementaire et pourrait éventuellement



limiter le total des frais facturés par les marchés, certaines entités étant propriétaires de plusieurs plateformes.

**Consensus du Comité :** Le Comité s'est prononcé fortement en faveur du maintien de l'actuelle application de la MEDD au niveau de la plateforme. Ce point a recueilli un large assentiment, tandis que le passage à l'application au niveau du propriétaire n'a recueilli qu'un soutien minimal.

Aucun avis dissident n'a été consigné.

*Question iii) : Faudrait-il facturer distinctement chaque marché d'inscription?*

Le Comité a également étudié la question de savoir si les marchés devaient conserver la possibilité de grouper les produits de données ou s'il fallait agir pour réglementer cette pratique. Actuellement, certains marchés séparent les frais par marché d'inscription, tandis que d'autres les regroupent en une facturation unique. Les principaux arguments avancés en faveur du maintien de la souplesse actuelle étaient l'efficacité du marché, l'innovation et la simplicité. Par contre, il a été mentionné que le groupage réduisait la transparence et compliquait le calcul des fourchettes de la MEDD, ce qui pouvait rendre difficile l'évaluation exacte des droits par les participants au marché. Bien qu'on n'observe pas de ventes liées pour le moment, le Comité a noté que l'émergence future d'une telle pratique pourrait soulever des préoccupations.

**Consensus du Comité :** Le Comité préconise le maintien de l'actuelle pratique de groupage tout en souhaitant une plus grande transparence. Il recommande spécifiquement que soit fournie une information plus claire sur l'incidence du groupement de produits sur les calculs de la MEDD afin de favoriser de meilleures évaluations des droits et de renforcer l'encadrement réglementaire.

Aucun avis dissident n'a été consigné.

*Question iv) : Comment le niveau du point de référence (c'est-à-dire la taille du portefeuille) est-il déterminé?*

### **Principaux arguments**

**Membres représentant les marchés :** Les représentants des marchés se sont fermement opposés à l'adoption d'une approche de coût majoré, citant d'importants enjeux pratiques comme l'affectation exacte des coûts d'infrastructure et opérationnels partagés, les éventuelles incohérences entre les divers marchés et le risque de manipulation des coûts. Ils appuient le maintien des points de référence actuels avec des ajustements progressifs, soulignant que cette façon de faire accroît la transparence, qu'elle est facile à mettre en pratique et que les territoires où l'approche du coût majoré a été mise à l'essai ont rencontré des difficultés.

**Membres non issus des marchés :** Certains de ces membres ont fait part de leur appui considérable au modèle du coût majoré, indiquant qu'il permettrait de régler de façon objective l'enjeu des marges excessives et de l'extraction de rente sur les droits relatifs aux données de marché. Ils ont de plus insisté sur son potentiel d'amélioration de la transparence et de l'équité. Conscients des défis entourant sa mise en œuvre, ils considèrent néanmoins qu'ils sont gérables et que les avantages potentiels l'emportent. Un membre a cité une publication de la plateforme de négociation américaine IEX affirmant, si l'on se fie à sa propre structure de coûts en tant que point de référence, que les revenus tirés des données par rapport aux coûts sont vraisemblablement substantiels sur les marchés des États-Unis. Ces membres ont également indiqué que d'autres secteurs réglementés, notamment celui des services publics, sont parvenus à mettre en place des modèles de tarification fondés sur les coûts. Certains se sont par ailleurs souciés de l'éventuel effet dissuasif que pourrait avoir le modèle de coût majoré sur les efforts des marchés en matière de réduction des coûts et qui pourrait se traduire par une hausse des frais pour les abonnés.

Des membres du Comité de même que des intéressés qui ont soumis des lettres d'observations ont fait part d'inquiétudes quant à la nature autoréférentielle du calcul du portefeuille. Si, collectivement, les marchés venaient à augmenter leurs droits, leurs classements relatifs demeureraient les mêmes. Si elle n'a pour l'heure jamais causé de problème, cette absence de point de référence externe, également relevée par les ACVM, devra faire l'objet d'une surveillance attentive.

**Opinion majoritaire du Comité :** En dépit de points de vue divergents, la majorité du Comité a reconnu que la mise en œuvre d'un modèle de coût majoré pose des enjeux pratiques et comptables considérables. Par conséquent, elle préconise le maintien des points de référence actuels et considère que la solution la plus faisable et pratique consiste à y apporter des ajustements contrôlés et progressifs.

**Avis dissident (surtout des membres non issus des marchés) :** Une minorité de membres, principalement non issus des marchés, ont continué de militer pour l'adoption d'une approche de coût majoré, mettant l'accent sur ses avantages en matière de transparence et de réduction potentielle des droits même s'ils en reconnaissent les aspects complexes. Certains ont soutenu que l'introduction de la MEDD en 2016 a certes effectivement limité les hausses de droits subséquentes, sans toutefois avoir d'effet sur les hausses de droits substantielles pratiquées pendant la période comprise entre le début de la négociation sur plusieurs marchés, en 2006-2007, et 2016, largement au-dessus du rythme de l'inflation. Le Document de consultation 21-403 des ACVM indique que le total des droits liés aux données de niveau 1 est passé de 73 \$ en 2006 à 118 \$ en 2016, alors que l'équivalent des droits de 2006 ajustés en fonction de l'IPC en 2016 se serait chiffré à environ 88 \$.

*Question v) : Comment le point de référence est-il actualisé dans le temps?*

**Principaux arguments :**

**Membres représentant les marchés :** Les représentants des marchés préconisent des ajustements fondés sur l'IPC, soulignant que les indices du secteur technologique ne reflètent pas adéquatement les coûts importants au titre du personnel et de l'exploitation. Un IPC technologique ciblé, ont-ils fait valoir, ne rend pas compte des frais d'exploitation généraux et de l'évolution de la demande des clients. Par exemple, bien que le prix d'un serveur à haute disponibilité puisse baisser, les demandes croissantes du marché nécessitent des mises à niveau et des ajouts qui peuvent faire stagner, voire augmenter, les dépenses technologiques même si les prix de certaines technologies reculent.

**Membres non issus des marchés :** Ces membres ont critiqué les ajustements classiques en fonction de l'IPC au motif qu'ils ne représentent pas fidèlement la baisse des coûts technologiques inhérents à la production de données de marché. Ils ont plutôt fortement recommandé l'utilisation d'un IPC technologique ou, au minimum, un ajustement moins élevé fondé sur l'IPC qui cadrerait mieux avec les tendances sectorielles réelles, citant des améliorations de l'efficience telles que celles décrites par la loi de Moore.

**Opinion majoritaire du Comité :** Trouvant du mérite aux deux perspectives, le Comité a proposé un compromis : l'adoption d'un ajustement fondé sur l'IPC qui soit modéré (environ la moitié de l'IPC classique) dans le but de parvenir à un équilibre entre la baisse des coûts liés à la technologie et les dépenses permanentes au titre du personnel et de l'exploitation. Cette approche devrait être revue périodiquement.

**Avis divergent (principalement des membres non issus des marchés) :** Une minorité composée en grande partie de membres non issus des marchés s'est prononcée fortement en faveur de l'adoption d'un ajustement fondé sur l'IPC du secteur technologique exclusivement, invoquant des réductions récurrentes et importantes des coûts technologiques. Les présidents du Comité ont toutefois mentionné que Statistique Canada ne publie pas, pour l'instant, de mesure axée spécifiquement sur le secteur en question.

*Question vi) : Comment les marchés qui facturent des droits considérablement en deçà du niveau autorisé devraient-ils être pris en compte dans le point de référence?*

**Principaux arguments**

Cette question a trait aux ajustements apportés au point de référence au fil du temps. À l'heure actuelle, le point de référence de l'année  $t$  équivaut à la somme des frais de marché de l'année  $t-1$  (sous réserve des ajustements permis pour tenir compte des hausses de coûts). Le Comité s'est penché sur la question de savoir si les marchés qui ne facturent pas de droits pourraient fausser la MEDD en réduisant le point de référence et, partant, en diminuant les droits autorisés pour les marchés qui, eux, en facturent. Par exemple, un

marché qui gagne des parts de marché pendant l'année  $t-1$  mais ne facture aucun droit pour les données verrait le point de référence pour l'année  $t$  diminuer. Certains membres redoutent d'éventuelles pratiques anticoncurrentielles par lesquelles des marchés qui ne facturent pas de droits limiteraient délibérément les revenus de leurs rivaux. D'autres soutiennent qu'à l'inverse, les marchés qui n'exigent pas de droits, particulièrement ceux de petite taille, posent peu de menaces concurrentielles et pourraient accroître l'efficacité du marché.

**Consensus du Comité :** Le Comité a atteint un consensus, s'entendant sur la mise en œuvre de dispositions visant à traiter les marchés qui ne facturent pas de droits comme s'ils le faisaient pour les besoins du calcul du point de référence et la répartition de la MEDD. Cette approche vise à stabiliser le point de référence et à atténuer les possibles effets anticoncurrentiels.

Aucun avis dissident important n'a été consigné.

## Question 2b : La MEDD devrait-elle continuer de s'appuyer sur des points de référence canadiens, ou est-ce que leurs pendants internationaux conviennent mieux?

Tous les membres du Comité étaient tout à fait conscients que des discussions se tiennent également dans d'autres pays, lesquels éprouvent eux aussi des difficultés à déterminer l'approche appropriée en matière de droits relatifs aux données de marché. Il ne s'est toutefois exprimé aucun appui à l'égard de l'utilisation de points de référence internationaux.

**Consensus du Comité :** Le Comité a convenu que les écarts considérables sur les plans économique et réglementaire d'un pays à l'autre rendent ardues les comparaisons avec les marchés étrangers.

Il a également abordé la future règle de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis obligeant « l'accès de gros » (*wholesale access*) pour les consolidateurs concurrents (la [règle de 2020 relative à l'infrastructure des données de marché de la SEC](#)). Plusieurs membres, dont ceux issus du milieu du courtage, ont dit douter que l'approche de la SEC se traduise par des réductions de coûts significatives. Le Comité a conclu que l'émergence attendue de multiples revendeurs de données reste incertaine et que les prix pourraient demeurer élevés, à l'instar des niveaux actuels des droits de l'agence de traitement de l'information américaine.

### Question 3 : Les mesures avant et après les opérations utilisées actuellement dans la MEDD sont-elles appropriées compte tenu de l'évolution constante du marché?

Dans les lettres d'observations et les consultations, quatre types d'activités de négociation distincts sont candidats à une éventuelle inclusion dans les mesures de la MEDD : les applications intentionnelles, le volume d'ouverture ou de clôture, le volume hors séance et le volume sur lots irréguliers. Actuellement, les deux premiers types entrent dans les statistiques après les opérations, mais pas les deux derniers.

Les représentants des marchés ont exprimé des opinions différentes quant à l'éventualité d'inclure ces mesures, témoignant des divers modèles d'affaires et de l'incertitude entourant l'influence que les ajustements du calcul de la MEDD pourraient exercer sur les fourchettes de droits et les stratégies connexes. Les membres non issus des marchés se sont généralement montrés moins préoccupés par l'inclusion ou l'exclusion de mesures particulières.

Par ailleurs, les représentants des marchés considèrent avec circonspection les pondérations servant au calcul des mesures de la MEDD. Au-delà du débat dont il a été question plus tôt sur le choix entre valeur notionnelle et volume d'actions, ils ont exprimé des interrogations quant à la pondération de titres très liquides par rapport à celles de titres moins liquides, à l'incorporation d'information sur les déséquilibres à l'ouverture et à la clôture (actuellement exclues) et à l'ajustement du calcul pondéré en fonction du temps des contributions au meilleur cours acheteur et vendeur national (NBBO). Le Comité a conclu qu'il pourrait être avisé d'étudier ces ajustements à l'avenir, mais qu'ils échappent à son mandat actuel vu l'analyse de données substantielle nécessaire pour orienter la prise de décision à cet égard.

Le Comité a convenu à l'unanimité qu'il est improbable d'en arriver à une mesure « parfaite ». Il a souligné que la méthodologie devrait être examinée périodiquement pour atténuer les éventuelles distorsions ou manipulations.

#### Applications intentionnelles (à l'exclusion des ordres au dernier cours et des volumes d'ouverture)

##### Principaux arguments

**Membres représentant les marchés :** La plupart des représentants de cette catégorie s'opposent à l'inclusion des applications intentionnelles dans les mesures après les opérations, affirmant qu'elles constituent des opérations hors marché négociées à l'avance,

et craignant de potentielles activités de manipulation. Ces inquiétudes sont d'autant plus grandes que le volume d'actions influe considérablement sur l'un des modèles de la MEDD. Les représentants des marchés ont également indiqué que les applications intentionnelles n'ont pas d'apport significatif au meilleur cours acheteur et vendeur national ni à la formation des cours.

**Membres non issus des marchés :** Ces membres ont exprimé une variété de points de vue. Certains d'entre eux militent pour l'inclusion des applications intentionnelles en raison de l'importance de leur information, particulièrement en ce qui concerne les opérations volumineuses qui ont une incidence sur la perception du marché et influent indirectement sur la formation des cours. D'autres font valoir que, malgré leur contribution à la formation des cours, les applications intentionnelles sont des opérations hors marché négociées à l'avance qui ont un apport limité au marché, ce qui fait redouter d'éventuelles manipulations et distorsions de la part de marché.

**Opinion majoritaire du Comité :** Le Comité a conclu que l'approche la plus raisonnable consistait à exclure les applications intentionnelles des mesures après les opérations de la MEDD. De plus, il a recommandé d'envisager la possibilité de plafonner la taille de ces applications, qui seraient liés à des unités de négociation standards ou à des seuils de valeur en dollars.

**Avis divergent :** Une minorité de membres comprenant des représentants des marchés et d'autres qui n'en sont pas appuient le maintien de l'inclusion des applications intentionnelles, insistant sur leur valeur informative et faisant valoir qu'elles rehaussent la transparence du marché dans son ensemble. Un membre non issu des marchés a affirmé qu'il ne saurait y avoir de distinction entre blocs préarrangés négociés à la clôture et blocs négociés en cours de séance.

## Volume d'ouverture et de clôture

### Principaux arguments

**Membres représentant les marchés :** Plusieurs de ces membres du Comité sont fortement en faveur de l'inclusion des volumes d'ouverture et de clôture dans les mesures après les opérations, soulignant leur apport important à la formation des cours, à la transparence du marché et à l'exactitude des prix de référence. Ils ont fait remarquer que ces volumes sont fiables en ce qu'ils représentent la réelle activité des marchés.

**Membres non issus des marchés :** Ces membres sont généralement d'accord avec les représentants des marchés et reconnaissent la valeur informative cruciale des volumes d'ouverture et de clôture. Si les éventuelles distorsions découlant d'opérations individuellement volumineuses, comme celles causées par les opérations sur dérivés

d'envergure, soulèvent des préoccupations mineures, ces membres considèrent qu'il s'agit de risques gérables.

**Consensus** : Le Comité appuie fermement le maintien de l'inclusion des volumes d'ouverture et de clôture dans les mesures après les opérations en raison de leur rôle informatif crucial.

Aucun avis dissident important n'a été consigné.

## Négociation en préouverture et hors séance

### Principaux arguments :

**Membres représentant les marchés** : Les membres représentant les marchés soutiennent l'inclusion des volumes de négociation en préouverture et hors séance dans les mesures de la MEDD, estimant qu'il s'agit d'activités de marché légitimes qui apportent une valeur informative, particulièrement les opérations volumineuses exécutées en dehors des heures normales de négociation. Toutefois, ils recommandent d'user de prudence en ce qui concerne les éventuelles manipulations ou distorsions possibles découlant d'applications intentionnelles ou de pratiques de négociation non standards.

**Membres non issus des marchés** : Ces membres appuient eux aussi l'inclusion des volumes de négociation en préouverture et hors séance, citant l'amélioration de la transparence et l'exhaustivité de l'information du marché. Ils partagent les inquiétudes à l'égard des éventuelles activités de manipulation et soulignent la nécessité de mettre en place des protections pour faire en sorte que seule l'activité de négociation légitime soit prise en compte.

**Consensus du Comité** : Le Comité a convenu d'inclure les opérations exécutées en préouverture et hors séance dans les mesures de la MEDD, mais d'exclure les applications intentionnelles hors séance. La prise en considération de l'information avant les opérations relative aux activités en préouverture et hors séance n'a reçu aucun appui.

**Avis divergent** : Un membre du Comité qui n'est pas affilié aux marchés préconise l'inclusion des applications intentionnelles hors séance, étant donné que des systèmes parallèles déclarant les opérations sur ordre au dernier cours réalisées après les enchères de fermeture seront lancés au Canada.

## Lots irréguliers

### Principaux arguments

**Membres représentant les marchés** : Ces membres appuient, de façon générale, l'inclusion des lots irréguliers dans les mesures après les opérations, notant leur

importance croissante, particulièrement dans le cas des titres à fort volume d'opérations chez les investisseurs individuels. Ils reconnaissent la valeur informative de ces opérations pour témoigner de l'activité complète du marché, mais appellent à la prudence en raison des différences dans les mécanismes d'exécution des lots irréguliers et du potentiel d'activité de manipulation.

**Membres non issus des marchés :** Ces membres sont globalement d'accord avec l'inclusion des lots irréguliers, qu'ils jugent essentiels à la transparence du marché dans son ensemble. Soulignant que les lots irréguliers reflètent des activités significatives d'investisseurs individuels, ils affirment que leur exclusion pourrait se traduire par l'omission de données de négociation importantes.

**Opinion majoritaire du Comité :** Le Comité est en faveur de l'inclusion des volumes de négociation de lots irréguliers dans les mesures après les opérations, constatant leur importance pour refléter fidèlement l'activité du marché.

**Avis divergent :** Il a été mentionné que la recommandation du Comité de ne pas inclure les cotations sur lots irréguliers découlait en partie de la structuration actuelle des registres et des activités de négociation des lots irréguliers. Il a également été affirmé que l'inclusion de ces cotations dans les mesures avant les opérations devrait être réexaminée dans l'avenir en fonction de l'évolution des modèles des marchés.

#### Question 4 : Les formules utilisées actuellement pour classer les marchés (à savoir en fonction de leur contribution à la formation des cours et de leurs activités de négociation) sont-elles appropriées compte tenu de [l'évolution] constante du marché?

L'approche actuelle pour le classement des marchés, qui accorde une pondération égale à la formation des cours et aux activités de négociation, priorise la simplicité et la transparence. Les formules s'appuient sur des mesures intuitives comme la durée au meilleur cours ("time at the best") pendant la séance et des paramètres de volume, dont la mise en œuvre est simple et qui peuvent servir pour un vaste éventail de titres.

**Autres mesures de la formation des cours.** La littérature universitaire propose des mesures de rechange bien établies, comme le modèle de Hasbrouck sur le contenu informatif des opérations et celui de Gonzalo-Granger, qui estiment la contribution d'un marché à la formation des cours. Ces modèles réputés sont amplement utilisés dans la recherche sur la microstructure des marchés. Comme ils ne s'appuient que sur des techniques statistiques avancées et se montrent sensibles aux hypothèses et aux données



choisies, ce qui limite leur robustesse et leur comparabilité d'un marché à l'autre, particulièrement en ce qui concerne les titres peu négociés, ils se prêtent moins à un usage réglementaire. Bien que leur utilité analytique soit indéniable, leur complexité et leur sensibilité rendent leur opérationnalisation ardue dans des environnements où sont priorisées la constance, la transparence et la facilité d'interprétation.

Étant donné ces désavantages, les présidents du Comité recommandent de ne pas élargir la gamme actuelle des mesures de la formation des cours pour le moment.

Le Comité a également souligné que les ACVM ont déjà mené des recherches poussées sur les mécanismes de pondération et les modèles de remplacement avant de mettre en œuvre la MEDD. Les membres du Comité, dont des représentants des marchés, ne se sont pas montrés très enthousiastes quant à la modification de l'actuelle pondération 50/50 entre la formation des cours et les activités de négociation. Si aucun argument économique évident en faveur d'une pondération différente n'est ressorti des discussions du Comité, il a été cependant mentionné que le poids supérieur accordé aux mesures après les opérations tend à favoriser les marchés au volume élevé, alors qu'une pondération plus importante des mesures avant les opérations pourrait bénéficier aux plateformes plus modestes en soutenant éventuellement des niveaux de droits plus élevés.

**Opinion majoritaire du Comité :** Le Comité n'est pas en faveur de la modification de l'actuelle pondération 50/50 et n'y voit pas d'intérêt significatif.

## Question 5 : Les ACVM devraient-elles instaurer des MEDD différentes pour les marchés à petite capitalisation et les marchés à grande capitalisation?

Les discussions entourant cette question sont intimement liées à celles, à la question 2 a, sur la détermination des points de référence (ou « portefeuilles »). Il a été observé qu'une distinction formelle n'existe entre les marchés à petite capitalisation et à grande capitalisation que pour la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX. À l'inverse, Cboe et la Bourse des valeurs canadiennes exploitent respectivement un seul marché d'inscription et ne se sont pas positionnées comme des marchés « à petite capitalisation ».

Dans le contexte de la présente question, le Comité s'est également demandé si les marchés d'inscription devraient recevoir un traitement particulier pour ce qui touche le calcul des pondérations de la MEDD.

## Les marchés d'inscription devraient-ils recevoir un traitement particulier dans la MEDD?

### Principaux arguments

**Membres représentant les marchés :** Les représentants des marchés appuient fortement la prise en considération des coûts supplémentaires qu'assument les marchés d'inscription (par exemple la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX, la Bourse des valeurs canadiennes et Cboe) au titre de la réglementation, de la conformité et de l'exploitation. En effet, ils soulignent que les responsabilités liées à la gestion des émetteurs et aux événements de marché bénéficient à tout l'écosystème des marchés, ce qui vaut un traitement ou des ajustements particuliers dans le cadre de la MEDD.

**Membres non issus des marchés :** Ces membres s'opposent, de façon générale, à ce que des ajustements soient apportés à la MEDD pour tenir compte spécifiquement des coûts liés aux marchés d'inscription. Ils mettent en garde contre l'interfinancement et soutiennent que ces coûts devraient être recouvrés directement sur les droits d'inscription plutôt que sur les frais de données. Cette approche, selon eux, contribuerait à maintenir la transparence et l'équité entre les segments de marché.

**Présidents du Comité :** Ils expliquent que les discussions entourant les différences de traitement des marchés à petite et à grande capitalisation se rapportent à celle concernant la mise en œuvre d'un point de référence unifié et aux questions connexes, à savoir les suivantes : les marchés à petite capitalisation accueillent des inscriptions à prix moins élevé (et à volume plus élevé); les marchés d'inscription diffèrent sur le plan des règles d'inscription, ce qui attire des catégories d'investisseurs et de courtiers différentes; les facteurs économiques d'un marché d'inscription émergent pourraient nécessiter un plus grand degré d'interfinancement des coûts de négociation, de données et d'inscription qu'un marché établi, particulièrement pour un marché émergent qui fait migrer ses titres de petite capitalisation.

**Opinion majoritaire du Comité :** La majorité des membres du Comité, et particulièrement ceux non issus des marchés, s'opposent à la mise en place de considérations ou d'ajustements particuliers dans la MEDD pour les marchés d'inscription. Ils ont conclu que les coûts supplémentaires supportés par ces marchés devraient être abordés séparément.

**Avis divergent :** Une minorité considérable composée essentiellement de représentants des marchés d'inscription appuie explicitement la prise en compte dans la MEDD des coûts supplémentaires assumés par ces marchés. Préconisant un interfinancement modéré au motif du rôle central que jouent les marchés d'inscription dans le soutien au fonctionnement du marché dans son ensemble, ils n'ont toutefois pas proposé de mise en

œuvre spécifique, ces ajustements n'entrant pas dans la portée du mandat du Comité et étant peu susceptibles de recueillir davantage d'appuis.

## Questions supplémentaires

Dans le cadre de son mandat, le Comité a également mis en lumière deux autres sujets : les droits visant les abonnés internationaux et l'inclusion des droits d'utilisation sans affichage dans la MEDD. Ces deux sujets ont fait l'objet de discussions, qui ont donné lieu aux commentaires ci-après.

### *Abonnés internationaux*

#### **Principaux arguments**

**Membres représentant les marchés :** Ces membres soulignent que les coûts au titre de l'administration, de la distribution et de la conformité sont plus élevés dans le cadre de la prestation de services à des clients internationaux qu'à des clients au pays. Ils font également remarquer que la mise en œuvre de structures de frais standardisées peut être compliquée par certains enjeux entourant les préférences de facturation, notamment les abonnés américains qui réclament souvent que leurs factures soient produites en dollars américains.

**Membres non issus des marchés :** Ces membres sont fortement en faveur d'une meilleure adéquation entre les droits d'abonnement internationaux et canadiens, mettant de l'avant l'équité, la compétitivité et la transparence d'ensemble, et affirmant que des disparités marquées de ces droits pourraient altérer les perceptions à l'international et miner la compétitivité du marché.

**Présidents du Comité :** Après avoir examiné la rétroaction sur la première version du présent rapport, les présidents de Comité ont conclu qu'il pourrait y avoir lieu d'approfondir ce sujet au-delà des discussions du Comité. Des données supplémentaires sur les droits et les écarts de coûts seraient utiles pour obtenir une meilleure compréhension et accroître la transparence sur les questions précises en cause.

**Opinion majoritaire du Comité :** De façon générale, le Comité appuie les efforts en vue d'une adéquation raisonnable entre les droits d'abonnement internationaux et canadiens permettant des exceptions lorsqu'il existe des écarts de coûts démontrables ou d'autres justifications raisonnables et objectives.

**Avis divergent :** Une minorité de membres, essentiellement des représentants des marchés, appuient fermement le maintien des frais distincts en raison de la souplesse nécessaire pour faire face aux divers coûts inhérents à la prestation de services à des clients internationaux, notamment les droits de douane et les taxes sur les services numériques. Selon eux, l'égénéralisation des tarifs pourrait entraîner des hausses de droits pour l'ensemble

des abonnés afin de contrebalancer ces coûts. Un membre dissident a par ailleurs déclaré que certaines justifications d'ordre réglementaire comme l'« accès équitable » pourraient ne pas s'appliquer aux abonnés qui ne résident pas en territoire canadien.

### *Droits d'utilisation sans affichage*

#### **Principaux arguments**

**Membres représentant les marchés :** Ces membres s'opposent vivement à l'inclusion des droits d'utilisation sans affichage dans la MEDD, soulignant l'importance de la complexité réglementaire, des fardeaux administratifs et des difficultés liées à l'élaboration de points de référence propres à l'utilisation de données sans affichage. À leur avis, les éventuels inconvénients supplanteraient les avantages en matière de transparence et compliqueraient inutilement la structure réglementaire actuelle. Un représentant des marchés a indiqué que d'autres droits font toujours l'objet d'un examen.

**Membres non issus des marchés :** Ces membres ont mis en lumière les coûts croissants liés à divers frais, dont les droits d'utilisation sans affichage. Ils ont exprimé des préoccupations concernant le nombre limité de substituts concurrentiels et à l'incidence de ces frais sur le marché en général, suggérant qu'un encadrement réglementaire pourrait s'avérer justifié dans l'avenir. Ils ont toutefois précisé que, par définition, la MEDD ne s'applique qu'aux abonnés professionnels, ce qui exclut les droits d'utilisation sans affichage de la portée du Comité.

**Consensus du Comité :** Le Comité a convenu, à l'instar de la grande majorité des représentants des marchés, que les droits d'utilisation sans affichage devraient demeurer exclus de la MEDD pour le moment. Ils ont néanmoins reconnu l'importance croissante de ces frais et l'éventuel besoin d'une révision réglementaire. Les membres non issus des marchés ont eux aussi fait les mêmes constats.

**Avis divergent :** Certains membres non issus des marchés ont fait remarquer que le total des coûts des courtiers au chapitre des données englobe de multiples composantes, dont les droits d'utilisation sans affichage, comme les frais de connectivité, les frais liés aux ports, aux séances, aux connexions croisées et à la colocalisation de même que les frais d'abonnement aux marchés et les redevances d'utilisation. Un membre a suggéré la mise en œuvre d'un cadre réglementaire afin de surveiller et de normaliser davantage ces frais.