Canadian Securities Administrators
Autorités canadiennes en valeurs mobilières

# Avis 21-336 du personnel des ACVM et de consultation

## *Propositions de modification de la méthode d'examen des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés aux professionnels*

**Le 27 octobre 2026**

## Rubrique 1 – Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) publient pour consultation les modifications qu'il est proposé d'apporter à la méthode d'examen des droits relatifs aux données (la **MEDD**) établie dans l'Avis 21-319 du personnel des ACVM, *Méthode d'examen des droits relatifs aux données* (les **modifications proposées**)[1]. Ces dernières font écho aux recommandations formulées par le comité sectoriel sur la MEDD (le **comité sur la MEDD**) dans son rapport publié par les ACVM le 5 décembre 2025 (le **rapport sur la MEDD**). Elles incluent également des modifications ajoutées par les ACVM en fonction de l'expérience de mise en œuvre de la MEDD, de commentaires d'intéressés et de l'évolution des marchés depuis la mise en place de cette méthode.

## Rubrique 2 – Objet

L'objet du présent avis est de solliciter les commentaires des intéressés sur les modifications proposées avant que des changements ne soient apportés à la version actuelle de la MEDD établie dans l'avis susmentionné. La mise en œuvre de ces modifications ne nécessitera aucun changement des dispositions réglementaires.

Les modifications proposées sont résumées à la rubrique 3 et traitées en détail dans les rubriques 6 et 7. Elles ont pour but de rehausser la transparence, l'efficacité et la viabilité à long terme de la MEDD, tout en continuant de permettre d'évaluer si les droits relatifs aux données de marché en temps réel (les **DMTR**) facturés aux professionnels sont raisonnablement liés à la contribution d'un marché à la formation des cours, à la

[1] La British Columbia Securities Commission (la **BCSC**) ne publie pas pour consultation les modifications proposées en raison des restrictions à la publication découlant de la tenue des élections provinciales en Colombie-Britannique. Le personnel de la BCSC prévoit publier ces modifications ultérieurement.

fourniture de liquidité et à l'activité de négociation, et s'ils n'imposent pas, sans motifs valables, des conditions ou des limites à l'accès aux services de ce marché.

Les modifications proposées n'incluent aucune recommandation qui ne recueille pas le soutien majoritaire ou un consensus au sein du comité sur la MEDD, ni ne traitent d'enjeux échappant à la portée de son mandat, comme les droits d'utilisation sans affichage.

Les ACVM se tiennent au fait des propositions d'orientations introduites aux États-Unis et ailleurs dans le monde.

## Rubrique 3 – Résumé des modifications proposées

Les modifications proposées touchent les aspects suivants :

1. **Transparence** – publication de fourchettes de droits calculées, d'intervalles de confiance connexes, de points de référence par marché d'inscription et d'information explicative y afférente;

2. **Méthodologie** – prise en compte éventuelle de divers facteurs ou paramètres méthodologiques concernant les marchés d'inscription à petite et à grande capitalisation, ajustement annuel des points de référence par marché d'inscription, traitement des marchés qui ne facturent pas de droits et changements ciblés dans les mesures avant et après les opérations;

3. **Mise en œuvre** – éventualité de mettre en œuvre la MEDD révisée à partir d'une nouvelle base de référence;

4. **Nouveaux enjeux** –traitement des listes de DMTR par produit dans le contexte de la MEDD révisée.

Après quelques explications supplémentaires, les modifications proposées sont abordées dans l'ordre indiqué ci-dessus.

## Rubrique 4 – Aperçu de la MEDD

### 4.1 Objet de la MEDD

La MEDD est un outil employé par les ACVM pour déterminer si les DMTR que facturent les marchés aux professionnels pour les données de tête du registre et de profondeur du registre (c'est-à-dire de niveau 1 et de niveau 2) sont raisonnablement liés à la contribution d'un marché à la formation des cours, à la fourniture de liquidité et de l'activité de négociation. Elle évalue cette contribution au moyen d'un ensemble de mesures avant et après les opérations, et se sert du classement des marchés qui en résulte pour établir les fourchettes de droits applicables aux listes de DMTR de niveau 1 et de niveau 2. Ces fourchettes aident le personnel des ACVM à déterminer si les droits

relatifs aux DMTR sont raisonnables et s'ils n'imposent pas, sans motifs valables, des conditions ou des limites à l'accès aux services du marché concerné.

La MEDD ne prévoit pas les droits relatifs aux DMTR de niveau 1 et de niveau 2 qu'un marché peut facturer aux utilisateurs professionnels. Elle procure plutôt un cadre cohérent d'évaluation du caractère équitable et raisonnable de ces droits en regard de la contribution d'un marché donné au marché des capitaux propres au Canada.

### 4.2 Officialisation et application de la MEDD

La MEDD a été conçue pour répondre aux préoccupations à l'égard des droits relatifs aux DMTR facturés aux professionnels et de la fragmentation croissante de l'activité de négociation sur les marchés des capitaux propres au Canada. La dissémination de la négociation sur de multiples marchés en est venue à inquiéter les acteurs de marché quant au lien entre les droits relatifs aux DMTR et la contribution de chaque marché à la formation des cours et à l'activité de négociation. Parallèlement, les ACVM ont cherché à faire en sorte que ces droits demeurent conformes aux dispositions de la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché*, notamment celle prévoyant qu'un marché ne peut, sans motif valable, interdire à une personne ou société l'accès à ses services ni lui imposer de conditions d'accès ou d'autres limites à cet égard.

À la suite d'un processus de consultation publique, les ACVM ont, en avril 2016, officialisé la MEDD à titre de cadre transparent permettant de déterminer si les droits relatifs aux DMTR de niveau 1 et de niveau 2 facturés aux professionnels sont raisonnablement liés à la contribution d'un marché à la formation des cours, à la fourniture de liquidité et à l'activité de négociation. Par sa conception, la MEDD confère une approche cohérente et objective à l'examen réglementaire des droits relatifs aux DMTR qui tient compte de la nature de plus en plus compétitive et fragmentée des marchés des capitaux propres au Canada.

Depuis avril 2016, le personnel des ACVM a appliqué la MEDD dans les contextes suivants :

- les examens annuels des droits d'abonnement professionnel facturés par les marchés d'inscription pour les listes de DMTR de niveau 1 et de niveau 2[2];
- les examens des nouveaux droits ou des modifications des droits existants relativement aux données de niveau 1 et de niveau 2 soumis pour examen et approbation.

La MEDD a été appliquée à tous les marchés, qu'ils soient protégés ou non, afin de favoriser une approche réglementaire cohérente de l'évaluation des droits relatifs aux DMTR et de leur lien avec la contribution de chaque marché et l'accès aux données de marché. Elle constitue également une composante importante du cadre de surveillance des droits relatifs aux DMTR déployé par les ACVM, et leur personnel l'utilise depuis

[2] La MEDD s'appliquait aux titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto, de la Bourse de croissance TSX, de la Bourse des valeurs canadiennes et de Cboe Canada (auparavant la Bourse NEO).

près d'une décennie pour déterminer si ces droits facturés aux professionnels demeurent conformes aux dispositions réglementaires applicables.

### 4.3 Cadre de la MEDD

La MEDD prévoit que le personnel de l'Organisme canadien de réglementation des investissements (l'**OCRI**) doit établir annuellement un ensemble de mesures avant et après les opérations à appliquer à chaque marché.

Les mesures avant les opérations, qui comprennent le temps d'affichage du meilleur cours acheteur et vendeur, le temps où l'écart est le plus faible et la mesure pondérée en fonction de la valeur de l'activité de cotation au meilleur cours acheteur et vendeur, ont pour but de refléter la fourniture de liquidité et la formation des cours, ainsi que d'inclure tous les cours affichés sur tous les marchés pendant les heures normales de négociation. En vertu de la MEDD existante, les cours sur lots irréguliers sont exclus de ces mesures. Les ACVM font aussi remarquer que les titres ne recevant aucun cours pendant la période considérée en sont également exclus pour cette période.

Quant aux mesures après les opérations, soit le pourcentage du volume de négociation, celui de la valeur de négociation et celui du nombre d'opérations, ainsi que le pourcentage de la racine carrée du volume monétaire, elles sont conçues pour représenter l'activité de négociation. Selon la MEDD existante, elles comprennent toutes les opérations exécutées sur le marché pendant la séance régulière, les applications intentionnelles et non intentionnelles, les opérations assorties de conditions particulières et les opérations exécutées hors séance. Les opérations sur lots irréguliers et annulées sont exclues du calcul de ces mesures.

Les mesures mentionnées ci-dessus servent d'intrants pour deux modèles de classement : le modèle 1 (anciennement, agence de traitement de l'information – valeur) et le modèle 2 (anciennement, le modèle 3). Chaque modèle produit un classement des marchés en fonction de leur contribution à la formation des cours, à la fourniture de liquidité et à l'activité de négociation. Parallèlement, les droits relatifs aux DMTR de niveau 1 et de niveau 2 facturés aux professionnels par les marchés sont regroupés par marché d'inscription pour établir des points de référence par marché d'inscription. Le point de référence applicable est ensuite réparti en fonction du classement de chaque marché selon les deux modèles pour établir leurs fourchettes de droits. Ces dernières aident le personnel des ACVM à évaluer si les droits relatifs aux DMTR facturés aux professionnels sont raisonnables en regard de la contribution du marché à la liquidité et à la formation des cours, ainsi que de sa part de l'activité de marché.

L'**Annexe A** présente le projet de MEDD révisée (la **MEDD révisée**), lequel intègre les modifications proposées dans le présent avis.

### 4.4 Incidence et limites de la MEDD

Depuis sa mise en œuvre, la MEDD procure un cadre cohérent d'examen des droits relatifs aux DMTR de niveau 1 et de niveau 2 facturés aux professionnels. Cependant, les préoccupations à l'égard du coût global de ces données ont persisté parmi les parties prenantes, notamment le fait que les réductions de droits par certains marchés puissent être contrebalancées au fil du temps par des augmentations opérées par d'autres dont les fourchettes de droits calculées permettent une hausse.

Les travaux de consultation antérieurs sur les droits relatifs aux DMTR[3] ont permis de cerner plusieurs préoccupations connexes, notamment les suivantes :

- les marchés occupant une part de marché plus petite facturaient des droits qui semblaient élevés en regard de leur part de l'activité de négociation;
- le coût des données consolidées au Canada est élevé par rapport à l'activité de négociation;
- une plus grande transparence entourant les modifications des droits et leur examen réglementaire est requise.

Compte tenu des inquiétudes susmentionnées et de l'importance de la MEDD pour le cadre réglementaire applicable aux DMTR au Canada, les ACVM ont indiqué, dans l'Avis 21-334 du personnel des ACVM, *Prochaines étapes en vue de faciliter l'accès aux données de marché en temps réel* (l'**Avis 21-334**), qu'elles procéderaient, entre autres initiatives, au réexamen de la MEDD existante.

Plus récemment, des parties prenantes ont émis des réserves à l'égard de certains intrants de la MEDD, notamment le traitement des applications intentionnelles dans les mesures après les opérations, l'absence d'ajustement annuel des points de référence par marché d'inscription et le peu de transparence des fourchettes de droits calculées.

Collectivement, les préoccupations exprimées semblent indiquer que même si la MEDD demeure un outil réglementaire important, certains de ses éléments pourraient être ajustés pour en accroître la transparence, en maintenir l'efficacité et veiller à ce que les fourchettes de droits calculées demeurent représentatives de la structure de marché et les pratiques de négociation d'aujourd'hui.

## Rubrique 5 – Examen des ACVM et recommandation du comité sur la MEDD

Dans l'Avis 21-334, les ACVM ont annoncé des changements visant à rendre les droits relatifs aux DMTR plus transparents, et la création du comité sur la MEDD.

---

[3] Document de consultation 21-401 du personnel des ACVM, *Droits relatifs aux données de marché en temps réel* publié le 8 novembre 2012, Avis de consultation, Projet de modifications à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* publié le 15 mai 2014 et Document de consultation 21-403 des ACVM, *Accès aux données de marché en temps réel* publié le 10 novembre 2022.

### 5.1 Transparence accrue

En guise de réponse initiale aux préoccupations entourant la transparence des modifications des droits relatifs aux DMTR facturés par les marchés, le personnel des ACVM et les marchés ont instauré des mesures de rehaussement de la transparence. Selon ces mesures, pendant une période d'environ 18 mois[4], les marchés ont publié pour consultation des modifications qu'ils proposaient d'apporter aux droits relatifs aux DMTR ainsi que des renseignements supplémentaires, comme la raison d'être, la méthode et les répercussions attendues de ces modifications. Aucun mémoire n'a été reçu au sujet des propositions publiées, et au final, les ACVM ont décidé de ne pas maintenir les mesures de rehaussement de la transparence, sauf lorsque les changements proposés étaient nouveaux ou complexes, ou qu'ils créaient de nouveaux enjeux pour les marchés des capitaux, comme c'est habituellement le cas pour toutes les modifications apportées aux droits facturés par les marchés.

### 5.2 Le comité sur la MEDD

Le comité sur la MEDD est formé de représentants d'un large éventail de parties intéressées aux points de vue diversifiés, y compris des membres représentant des marchés et d'autres membres (c'est-à-dire des courtiers (de petite, moyenne et grande taille), des fournisseurs de données de marché et d'autres parties intéressées). Il était dirigé par des consultants engagés par les ACVM pour examiner la MEDD existante selon le mandat énoncé dans l'Avis 21-334[5].

Le comité sur la MEDD a achevé ses travaux et a remis aux ACVM le rapport sur la MEDD, qui a été publié en décembre 2025. Ce rapport renferme des recommandations pour bonifier la MEDD existante, notamment des ajustements à apporter à certaines mesures avant et après les opérations, le rehaussement de la transparence et des changements visant à améliorer la cohérence et l'efficacité de la MEDD. Le rapport sur la MEDD recommandait également l'ajustement des points de référence par marché d'inscription en fonction de l'inflation.

Les modifications proposées tiennent compte des recommandations formulées par le comité sur la MEDD qui ont recueilli un soutien majoritaire ou un consensus, et comportent d'autres changements ajoutés par les ACVM en fonction de l'expérience acquise par leur personnel dans l'application de la MEDD ainsi que de l'évolution récente des marchés.

## Rubrique 6 – Analyse des modifications proposées

Dans l'ensemble, les modifications proposées ont pour objectif de rehausser la transparence, de renforcer le mode de calcul et de maintien des points de référence par marché d'inscription et de mettre à jour certains intrants utilisés dans les modèles de

---

[4] D'avril-juin 2024 au 23 octobre 2025.

[5] La liste des membres du comité sur la MEDD et des consultants y siégeant se trouve à la première page du rapport sur la MEDD.

classement pour évaluer la contribution des marchés, tout en conservant la structure fondamentale de la MEDD.

Le comité sur la MEDD était favorable au maintien de la MEDD pour évaluer les droits relatifs aux DMTR facturés aux professionnels par les marchés canadiens. Il l'a jugée appropriée comme moyen de déterminer si ces droits sont raisonnablement liés à la contribution d'un marché à la formation des cours, à la fourniture de liquidité et à l'activité de négociation.

Le comité sur la MEDD s'est aussi demandé s'il convient de remplacer la méthode actuelle consistant à calculer des points de référence distincts pour chaque marché d'inscription par un point de référence unique applicable à tous les marchés d'inscription. Même si certains membres se sont dits favorables au maintien d'un point de référence unique, le comité sur la MEDD a conclu que de plus amples analyses seraient requises avant de recommander une telle approche. Par conséquent, les modifications proposées maintiennent le mode actuel de calcul des points de référence par marché d'inscription, tout en instaurant des changements ciblés destinés à rehausser la transparence, la cohérence et l'efficacité de la MEDD.

### 6.1 Transparence de certains éléments de la MEDD

Le comité sur la MEDD s'est demandé si le fonctionnement de la MEDD et le calcul des fourchettes de droits devaient faire l'objet d'une plus grande transparence. La majorité de ses membres appuyaient la publication annuelle des fourchettes de droits calculées, d'intervalles de confiance appropriés et de l'information explicative connexe.

Le comité sur la MEDD a aussi reconnu que la publication des fourchettes de droits à elle seule pourrait ne pas fournir suffisamment de contexte, et a préconisé la communication de l'information relative aux points de référence par marché d'inscription utilisée dans les calculs. Suivant ces recommandations, les modifications proposées viendraient accroître la transparence par la publication des fourchettes de droits calculées, des points de référence par marché d'inscription et d'autres renseignements.

Si des intervalles de confiance étaient intégrés dans la MEDD révisée, les ACVM détermineraient également s'il y aurait lieu de les publier avec les fourchettes de droits calculées pour donner plus de contexte sur leur interprétation.

Les ACVM sollicitent de plus amples commentaires sur cet aspect des modifications proposées.

| | |
|---|---|
| **Question 1 :** | **Veuillez aborder les risques associés à la publication de cette information.** |

| | |
|---|---|
| **Question 2 :** | **La MEDD révisée devrait-elle inclure des intervalles de confiance dans les fourchettes de droits calculées qui seraient publiées?** |

| | |
|---|---|
| | **Veuillez traiter des avantages et des risques potentiels qui en découleraient.** |

| | |
|---|---|
| **Question 3 :** | **D'autres renseignements devraient-ils être publiés avec les fourchettes de droits calculées? Dans l'affirmative, veuillez aborder les avantages et les risques potentiels associés à leur publication.** |

### 6.2 Méthodologie de la MEDD

Les modifications proposées englobent des changements que le comité sur la MEDD recommande d'apporter à la méthodologie, notamment l'ajustement annuel des points de référence par marché d'inscription, le traitement des marchés qui ne facturent pas de droits ainsi que certains ajustements aux mesures avant et après les opérations. Les ACVM cherchent également à savoir si la MEDD révisée devrait refléter différents facteurs ou paramètres méthodologiques concernant les marchés d'inscription à petite et à grande capitalisation.

#### 6.2.1 Prise en compte éventuelle des marchés d'inscription à petite et à grande capitalisation

Les ACVM se demandent si la MEDD révisée devrait continuer d'appliquer la même méthodologie à tous les marchés d'inscription, ou si les différences entre les marchés d'inscription à petite et à grande capitalisation justifieraient des facteurs ou des paramètres méthodologiques différents. Ces marchés peuvent différer au chapitre du profil d'émetteur, des caractéristiques de négociation, de la liquidité, du niveau des cours et du rôle que joue chacun d'entre eux dans la formation des cours et du capital. Ces différences peuvent influer sur l'évaluation de la contribution des marchés et le maintien des points de référence par marché d'inscription au fil du temps.

Cela dit, l'instauration d'approches différentes pour les marchés d'inscription à petite et à grande capitalisation pourrait accroître la complexité et susciter des interrogations quant à la cohérence, à la comparabilité et au traitement des marchés sur lesquels se négocient des titres inscrits à la cote de plus d'un type de marché d'inscription. Les ACVM souhaitent savoir si des distinctions devraient donner lieu à des méthodologies différentes, à des facteurs ou à des paramètres différents au sein d'une même méthodologie, ou aucune différenciation que ce soit.

| | |
|---|---|
| **Question 4 :** | **La MEDD révisée devrait-elle continuer d'appliquer la même méthodologie pour tous les marchés d'inscription, ou prendre en considération des facteurs ou des paramètres méthodologiques différents pour les marchés d'inscription à petite et à grande capitalisation? Veuillez aborder les avantages et les risques potentiels d'une telle approche, y compris, s'il y a lieu, son incidence sur la transparence, la cohérence, la** |

| | |
|---|---|
| | **comparabilité, la complexité et le traitement des marchés où se négocient des titres inscrits à la cote de plus d'un type de marché d'inscription.** |

### 6.2.2 Ajustement annuel des points de référence par marché d'inscription

Le comité sur la MEDD s'est penché sur les modalités de mise à jour des points de référence par marché d'inscription au fil du temps, et s'est demandé si des ajustements devraient tenir compte de l'inflation générale ou de l'évolution des coûts dans certains secteurs. Les membres du comité étaient partagés sur la question. Ceux représentant les marchés préconisaient des ajustements en fonction de l'indice des prix à la consommation (l'**IPC**), car, selon eux, les petits indices du secteur technologique ne reflètent pas l'augmentation constante des coûts au titre du personnel et de l'exploitation.

En revanche, les membres non issus des marchés ont remis en question la pertinence de l'IPC classique, au motif que ce dernier ne représente pas la baisse des coûts technologiques associés à la production et à la diffusion de données de marché, et militaient en faveur d'ajustements fondés sur la technologie ou d'ajustements réduits. Cherchant à trouver un compromis pratique, le comité sur la MEDD a soutenu une approche modérée, selon laquelle les points de référence par marché d'inscription seraient ajustés d'environ la moitié de l'IPC, sous réserve d'examens périodiques.

### 6.2.3 Traitement des marchés qui ne facturent pas de droits

Le comité sur la MEDD a également réfléchi à la façon dont les points de référence par marché d'inscription devraient représenter les marchés qui choisissent de ne pas facturer des droits relatifs aux DMTR. On craint que ces marchés puissent réduire ces points de référence au fil du temps, ce qui pourrait diminuer les fourchettes de droits calculées d'autres marchés et inciter à des comportements de tarification stratégique. Parallèlement, certains membres du comité sur la MEDD ont fait remarquer que ces marchés pourraient contribuer positivement à l'efficience et à la compétitivité des marchés.

Pour apaiser ces craintes, le comité sur la MEDD a recommandé que les marchés qui ne facturent pas de droits devraient être traités comme s'ils en facturaient pour les besoins du calcul des points de référence par marché d'inscription et de la répartition des droits. Cependant, il n'a pas recommandé le montant à appliquer à cette fin ni la façon de l'établir selon la MEDD.

Par conséquent, les ACVM proposent d'utiliser un montant correspondant au point médian de la fourchette de droits calculée du marché concernés pour les besoins du point de référence par marché d'inscription et de la répartition des droits connexe. Cette solution éviterait l'application de droits nuls, comme c'est actuellement le cas pour les marchés qui ne facturent pas de droits, ou le recours à un montant situé à l'une ou l'autre extrémité de la fourchette de droits calculée. Le point médian pourrait accroître la

stabilité et la prévisibilité du calcul des points de référence par marché d'inscription et réduire l'incidence potentielle des décisions stratégiques en matière de tarification sur les calculs de la MEDD.

Les modifications proposées reflètent la recommandation du comité sur la MEDD de traiter les marchés qui ne facturent pas de droits comme s'ils en facturaient, ainsi que la solution proposée en vue de déterminer le montant à cette fin. Les ACVM invitent à répondre aux questions suivantes pour savoir si cette approche suscite des préoccupations.

| | |
|---|---|
| **Question 5 :** | **La MEDD révisée devrait-elle inclure un ajustement annuel des points de référence par marché d'inscription en fonction de l'IPC qui correspondrait approximativement à la moitié de l'IPC? Veuillez traiter des avantages et des risques que pourrait comporter cette approche, notamment si elle permet d'équilibrer adéquatement les pressions inflationnistes et les efficiences technologiques connexes.** |

| | |
|---|---|
| **Question 6 :** | **Veuillez aborder les avantages et les risques potentiels associés au fait de traiter les marchés qui ne facturent pas de droits comme s'ils en facturaient, notamment l'incidence sur la stabilité des points de référence par marché d'inscription, les comportements des marchés, la concurrence et les niveaux des droits relatifs aux DMTR.** |

### 6.2.4 Changements dans les mesures avant et après les opérations

Lorsqu'il a entamé son examen, le comité sur la MEDD s'est penché sur les ensembles actuels de mesures avant et après les opérations afin de déterminer s'ils continuent de fournir une base adéquate pour évaluer la contribution de chaque marché à la formation des cours et à l'activité de négociation. Ces mesures sont au cœur du cadre de la MEDD, car elles déterminent le classement des marchés et, en définitive, la répartition des fourchettes de droits calculées. Le comité sur la MEDD s'est demandé si des ajustements étaient nécessaires pour que la MEDD continue de prendre en considération l'évolution de la structure de marché et des comportements de négociation, tout en demeurant pratique, robuste et résistante à la manipulation.

L'analyse du comité sur la MEDD cherchait à déterminer si certaines catégories d'activités – en particulier les applications intentionnelles, le volume d'ouverture et de clôture et les opérations sur lots irréguliers – devaient être incluses dans les mesures avant et après les opérations ou en être exclues. Bien que les caractéristiques et la teneur informationnelle de ces activités diffèrent, le comité sur la MEDD était généralement d'avis que la MEDD devrait continuer d'englober un large éventail d'activités de négociation, sous réserve d'ajustements ciblés lorsque certains intrants

pourraient fausser le calcul de la contribution d'un marché et ne pas refléter adéquatement sa contribution à la formation des cours.

S'agissant des applications intentionnelles, le comité sur la MEDD a souligné des préoccupations selon lesquelles les transactions mentionnées plus haut pourraient ne pas refléter la même contribution à la formation des cours dans le marché en général que d'autres opérations exécutées, notamment en raison du fait que ces opérations sont préarrangées. La majorité des membres prônaient donc l'exclusion de ces applications des mesures après les opérations, tout en faisant observer qu'il serait possible d'envisager d'autres traitements. Cependant, il y avait un soutien marqué en faveur du maintien des volumes d'ouverture et de clôture, vu leur rôle important dans la formation des cours et la transparence des marchés.

En outre, le comité sur la MEDD appuyait l'élargissement des mesures après les opérations pour y inclure les activités de négociation sur lots irréguliers, en raison de la pertinence et de la valeur informationnelle croissantes de cette mesure. Cependant, vu la structure actuelle du marché et pour des considérations relatives aux données, il ne n'a pas préconisé l'inclusion des cotations sur lots irréguliers dans les mesures avant les opérations pour l'instant. Ensemble, ces recommandations pourraient améliorer la représentativité des mesures, tout en conservant un cadre cohérent et pratique sur le plan fonctionnel.

Les recommandations du comité sur la MEDD ont été intégrées aux modifications proposées. Par ailleurs, les ACVM souhaitent obtenir des réponses aux questions suivantes pour savoir si cette approche suscite des craintes.

| | |
|---|---|
| **Question 7 :** | **Les applications intentionnelles devraient-elles être exclues des mesures après les opérations? Comment cette exclusion refléterait la contribution d'un marché à la formation des cours et à l'activité de négociation?** |

| | |
|---|---|
| **Question 8 :** | **Veuillez traiter des avantages et des risques potentiels associés à l'inclusion du volume d'ouverture et de clôture ainsi que des opérations sur lots irréguliers dans les mesures après les opérations, notamment la question de savoir si elle améliorerait la capacité de la MEDD à représenter la contribution d'un marché à l'activité de négociation et à la formation des cours.** |

### 6.2.5 Instauration d'intervalles de confiance pour les fourchettes de droits calculées

À l'heure actuelle, la MEDD établit les fourchettes de droits au moyen de deux modèles de classement qui déterminent la contribution d'un marché à l'aide de différentes combinaisons de mesures avant et après les opérations. Par conséquent, elle prend

déjà en considération le fait qu'il n'existe pas une estimation définitive unique de la contribution d'un marché à la formation des cours, à la fourniture de liquidité et à l'activité de négociation. Le comité sur la MEDD s'est néanmoins demandé si de l'information supplémentaire devrait être fournie sur l'incertitude entourant les fourchettes de droits calculées.

L'une des approches possibles consisterait à établir et à publier des intervalles de confiance en plus des fourchettes générées par les modèles de classement. Ces intervalles ne remplaceraient pas les fourchettes, mais mettraient davantage en contexte leurs variations qui résultent des fluctuations normales des données de marché sous-jacentes utilisées dans la MEDD.

Les ACVM n'ont aucune préférence quant à la méthode d'établissement des intervalles de confiance, et souhaitent connaître l'avis des intéressés quant à savoir si ces intervalles procureraient de l'information supplémentaire utile au-delà de celle fournie par les fourchettes de droits calculées actuellement générées par la MEDD. Elles les invitent également à proposer des manières d'établir et de présenter les intervalles de confiance qui les aideraient à mieux comprendre les fourchettes de droits calculées sans créer de complexité indue.

| | |
|---|---|
| **Question 9 :** | **Si des intervalles de confiance étaient instaurés, quelle serait la meilleure manière de les établir et de les présenter? Quels avantages procurerait-elle aux intéressés, et à quels risques les exposerait-elle?** |

### 6.3 Mise en œuvre de la MEDD révisée sur une nouvelle base de référence

Les ACVM sollicitent des commentaires à savoir s'il y aurait lieu de mettre en œuvre la MEDD révisée sur une nouvelle base de référence plutôt que comme prolongement de la MEDD existante. La question se pose, car les modifications proposées toucheraient plusieurs composantes fondamentales de la MEDD, y compris les mesures avant et après les opérations, les modèles de classement, le traitement des marchés qui ne facturent pas de droits et l'ajustement annuel des points de référence par marché d'inscription. Ces changements pourraient avoir une incidence sur les intrants utilisés dans les modèles de classement et les points de référence servant à générer les fourchettes de droits calculées.

Les points de référence par marché d'inscription actuels ont été établis au moyen des mesures et des modèles de classement existants, et poursuivre dans cette direction pourrait avoir des conséquences sur les points de référence futurs. Une nouvelle base de référence pourrait conférer à la mise en application de la MEDD révisée un point de départ plus transparent et intrinsèquement cohérent.

Par conséquent, les ACVM souhaitent savoir si, selon les intéressés, une nouvelle base de référence refléterait adéquatement l'incidence cumulative des modifications proposées et de l'évolution du marché des capitaux propres au Canada depuis

l'officialisation de la MEDD. Les intéressés sont également invités à signaler tout enjeu de transition ou conséquence inattendue à prendre en compte si la mise en œuvre devait se faire sur une nouvelle base de référence.

| | |
|---|---|
| **Question 10 :** | **Faudrait-il mettre en œuvre la MEDD révisée sur une nouvelle base de référence plutôt que de comme prolongement de la MEDD existante? Veuillez analyser les avantages et les risques potentiels de cette forme de mise en œuvre, y compris les enjeux de transition ou relatifs à la structure de marché.** |

## Rubrique 7 – Droits relatifs aux DMTR par produit et implications potentielles sur l'accès et la MEDD révisée

Des droits relatifs aux DMTR par produit sont récemment apparus sur le marché canadien. Si les listes de données de niveau 1 et de niveau 2 continueront d'inclure l'ensemble des titres, l'instauration de droits par produit pourrait influer sur la consommation et la tarification des DMTR et au fil du temps. La présente consultation est l'occasion pour les AVCM d'obtenir les commentaires des intéressés sur l'incidence que pourraient avoir les droits par produit sur l'accès aux DMTR et sur les inquiétudes qu'ils pourraient soulever quant à l'application de la MEDD révisée.

Les ACVM sont conscientes que les droits relatifs aux DMTR par produit et la création potentielle de listes de données connexes pourraient segmenter encore davantage l'accès aux DMTR si les acteurs de marché commençaient à consommer uniquement des sous-ensembles de données plutôt que des listes exhaustives de données de niveau 1 ou de niveau 2. Si elle était adoptée par plusieurs marchés, cette segmentation pourrait accroître la complexité pour ces acteurs et avoir des répercussions sur la transparence des marchés, la compétitivité, l'accès à l'information et le coût global de l'accès aux DMTR, y compris lorsque les acteurs paient à la fois pour des listes de données exhaustives et pour des listes additionnelles de données par produit qui leur donnent accès à des sous-ensembles de la même information.

Les ACVM s'interrogent également sur la manière d'évaluer si les droits facturés pour les DMTR par produit respectent les règles d'accès équitable. Ces droits ne sont pas susceptibles de soulever de préoccupations sérieuses en la matière quand la consommation demeure faible et l'accès est gratuit. En pareil cas, le produit pourrait ne pas requérir une évaluation en vertu de la MEDD.

Cependant, dans les cas où la consommation de DMTR par produit deviendrait forte et où des droits d'accès seraient facturés, les ACVM se demandent si les droits devraient être évalués suivant la MEDD. Selon cette approche, ces droits ne seraient pas évalués séparément en tant que droits relatifs à des données de marché. Ils seraient plutôt pris en compte dans la fourchette de droits calculée globale du marché concerné selon la MEDD. Cette approche pourrait aider à déterminer si les droits relatifs aux DMTR par produit sont raisonnablement liés à la contribution du marché à la formation des cours,

à la fourniture de liquidité et à l'activité de négociation, et, par conséquent, n'imposent pas, sans motif valable, de conditions ou de limites à l'accès à ses services.

Les ACVM sollicitent les commentaires des intéressés sur les conséquences possibles de la segmentation des listes de DMTR et l'approche proposée en matière d'évaluation des droits d'utilisation des DMTR par produit selon la MEDD révisée.

| | |
|---|---|
| **Question 11 :** | **L'instauration de droits relatifs aux DMTR par produit constitue-t-elle une forme de segmentation de ces données? Dans l'affirmative, cette segmentation soulève-t-elle des préoccupations d'ordre réglementaire, et quels facteurs les ACVM devraient-elles prendre en considération dans leur évaluation?** |

| | |
|---|---|
| **Question 12 :** | **Quelle incidence auraient les listes de DMTR par produit sur la capacité des courtiers, des fournisseurs, des investisseurs et d'autres acteurs de marché à accéder aux DMTR, notamment quelles implications sur la transparence des marchés, la formation des cours, la compétitivité, la complexité ou l'intégrité de l'accès aux DMTR?** |

| | |
|---|---|
| **Question 13 :** | **Dans le cas où un marché facture des droits à la fois pour des listes exhaustives de DMTR de niveau 1 ou de niveau 2 et pour l'utilisation de DMTR par produit, faudrait-il évaluer les droits relatifs à ces dernières dans la fourchette de droits calculés globale de ce marché selon la MEDD plutôt que comme des droits séparés? Veuillez traiter des avantages, des risques ou des questions de mise en œuvre associés à cette approche.** |

## Rubrique 8 – Transmission des commentaires

Les ACVM invitent les intéressés à formuler des commentaires sur les modifications proposées ainsi qu'à répondre aux questions posées dans le présent avis au plus tard le **27 décembre 2026**.

Veuillez transmettre vos commentaires à l'adresse suivante : Consultations – Autorités canadiennes en valeurs mobilières. Les commentaires soumis via ce lien parviendront aux membres des ACVM suivants :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission de valeurs mobilières du Manitoba
Commission de valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs du 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
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Si vous soumettez vos commentaires via le lien ci-dessus, vous les soumettez également à :

Me 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
Téléc. : 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
Téléc. : 416 593-2318
Courriel : comments@osc.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Les commentaires seront affichés sur le site Web de l'Alberta Securities Commission au www.asc.ca, sur celui de l'Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.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.

## Rubrique 9 – Questions

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

| | |
|---|---|
| Kim Legendre<br>Analyste aux OAR<br>Direction de l'encadrement des marchés et des dérivés et des affaires internationales<br>Autorité des marchés financiers<br>kim.legendre@lautorite.qc.ca | |
| Alina Bazavan<br>Market Specialist, Trading and Markets<br>Commission des valeurs mobilières de l'Ontario<br>abazavan@osc.ca | Andrew House<br>Trading Specialist, Trading and Markets<br>Commission des valeurs mobilières de l'Ontario<br>ahouse@osc.ca |
| Jesse Ahlan<br>Senior Regulatory Analyst, Market Structure<br>Alberta Securities Commission<br>jesse.ahlan@asc.ca | |
| Liz Coape-Arnold<br>Senior Legal Counsel, Legal Services<br>British Columbia Securities Commission<br>Lcoape-arnold@bcsc.bc.ca | Anton Lunyov<br>Legal Counsel, Legal Services<br>British Columbia Securities Commission<br>alunyov@bcsc.bc.ca |
| Doug Harris<br>General Counsel, Director of Market Regulation and Policy and Secretary<br>Nova Scotia Securities Commission<br>doug.harris@novascotia.ca | |

## Annexe A

## Méthode d'examen des droits relatifs aux données révisée

La présente annexe établit la Méthode d'examen des droits relatifs aux données révisée (la **MEDD révisée**). Tout comme la MEDD existante, l'objectif de la MEDD révisée consiste à évaluer si les droits relatifs aux DMTR facturés par chacun des marchés au Canada sont raisonnablement liés à leur contribution à la formation des cours, à la fourniture de liquidité et à l'activité de négociation.

Étapes de la MEDD révisée

La MEDD révisée comporte trois étapes :

1. Calcul des mesures avant et après les opérations;
2. Classement des marchés en fonction des mesures calculées à l'étape 1;
3. Attribution d'une fourchette de droits estimatifs à chaque marché;

La MEDD révisée utilise les notations suivantes pour les mesures avant et après les opérations et les méthodes de classement :

| Notation | Description |
|---|---|
| i | Marché, qu'il soit transparent ou opaque, protégé ou non protégé |
| m | Nombre total de marchés |
| j | Titres négociés sur un marché |
| J | Total des titres négociés sur tous les marchés |
| t | Opération exécutée sur un marché |
| n | Total des opérations exécutées sur un marché |
| T | Total des opérations exécutées sur tous les marchés |
| d | Séance |
| D | Ensemble des séances au cours de la période |

1. Calcul des mesures avant et après les opérations

Mesures avant les opérations

**a) Pourcentage du meilleur cours acheteur et vendeur (MCAV)[6]** : le pourcentage de la séance durant laquelle le marché a eu le meilleur cours acheteur (le **MCA**) ou le meilleur cours vendeur (le **MCV**) national pour un titre. Cette mesure récompense les marchés qui restent au MCAV plus longtemps pendant la séance et s'obtient à partir de données de cotation.

$$\%MCAV_i = \frac{MCAV_i}{\sum_{i=1}^{m} MCAV_i}$$

$$MCAV_i = \frac{1}{J}\sum_{j=1}^{J} \frac{secondes\ au\ MCA_j + secondes\ au\ MCV_j}{2 * (6{,}5 * 60 * 60)} * 100$$

Pour que la somme de chaque marché soit égale à 1, les mesures de chacun d'eux sont additionnées de manière à obtenir le pourcentage quotidien au MCAV pour l'ensemble du marché, puis le pourcentage de chaque marché est divisé par ce total pour rééchelonner la mesure à 1.

**b) Pourcentage du meilleur écart (%écart**) : le pourcentage de la séance durant lequel un marché affiche l'écart le plus faible sur un titre. Cette mesure tend à récompenser les marchés qui fournissent de la liquidité au meilleur cours acheteur et au meilleur cours vendeur en établissant l'écart le plus faible sur tous les marchés.

$$\%écart_i = \frac{Écart_i}{\sum_{i=1}^{m} Écart_i}$$

$$\%écart_i = \frac{1}{J}\sum_{j=1}^{J} \frac{secondes\ à\ l'écart\ le\ plus\ faible_j}{6{,}5 * 60 * 60} * 100$$

Cette mesure s'obtient aussi à partir des données de cotation. Pour que la somme de chaque marché soit égale à 1, les mesures de chacun d'eux sont additionnées de

[6] La durée au MCAV peut se calculer en fractions de seconde, vu la rapidité des cotations.

manière à obtenir le pourcentage quotidien à l'écart le plus faible pour l'ensemble du marché, puis le pourcentage de chaque marché est divisé par ce total pour rééchelonner la mesure à 1.

c) **Temps-Dollar (valeur) ($Temps(valeur))** : le pourcentage du temps-dollar-volume coté sur un marché par rapport au temps-dollar-volume total de l'ensemble des marchés pour la période, seuls le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur étant comptés. Chaque action est pondérée par la valeur négociée au cours de la période, comme l'indique la pondération « p », ci-dessous.

$$\$\boldsymbol{Temps}(valeur)_i = \frac{\boldsymbol{Temps}(\boldsymbol{v})_i}{\sum_{i=1}^{m} \boldsymbol{Temps}(\boldsymbol{v})_i} \boldsymbol{Temps}(\boldsymbol{v})_i$$

$$= \frac{\sum_{j=1}^{J} \left[ Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCA + Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV \right] * p_j}{\sum_{j=1}^{J} \sum_{i=1}^{m} \left( Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCA + Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV \right) * p_j} * 100$$

$$p_j = \frac{\$Volume_{t,j}}{\sum_{t=1}^{T} \sum_{j=1}^{J} \$Volume_{t,j}}$$

La pondération par la valeur confère plus d'importance aux actions très négociées et moins à celles qui le sont peu. À la limite, l'action qui ne fait l'objet d'aucune opération n'aura aucun poids dans cette mesure.

Mesures après les opérations

a) **Pourcentage du volume de chaque marché (%Volume)** : le volume négocié sur chaque marché, divisé par le volume total négocié sur tous les marchés au cours de la période.

$$\%Volume_i = \frac{Volume_i}{\sum_{i=1}^{m} Volume_i} * 100$$

Cette mesure récompense le volume négocié et tend à favoriser les marchés où se négocient des actions à des cours relativement bas, car elle ne tient compte que du nombre d'actions négociées et non de leur valeur. À la limite, s'il ne se négociait que des actions à faible cours sur un marché, cette mesure gonflerait la part de ce marché sur l'ensemble du marché.

b) **Pourcentage du nombre d'opérations de chaque marché (%Nombre) :** le nombre d'opérations exécutées sur chaque marché, divisé par le nombre total d'opérations sur tous les marchés au cours de la période.

$$\%Nombre_i = \frac{Nombre_i}{\sum_{i=1}^{m} Nombre_i} * 100$$

Cette mesure récompense les marchés où se déroule un grand nombre d'opérations. Les marchés pourraient la manipuler en encourageant les négociateurs à fractionner leurs ordres. En pareil cas, ni le volume des opérations ni le volume monétaire négocié ne changeraient, mais le nombre d'opérations augmenterait sensiblement.

c) **Pourcentage du volume monétaire de chaque marché (%$Volume)** : le volume monétaire négocié sur chaque marché, divisé par le volume monétaire total négocié sur tous les marchés au cours de la période.

$$\% \$Volume_i = \frac{\$Volume_i}{\sum_{i=1}^{m} \$Volume_i} * 100$$

$$\$Volume = Cours * Volume$$

Cette mesure tient compte de la valeur des transactions. Elle tend à éviter les biais que peut présenter la mesure du volume. Cependant, en raison de l'obligation de déclarer au marché les applications intentionnelles appariées par les courtiers, il se peut que le marché évalué au moyen de cette mesure offre aux courtiers des incitatifs (comme des rabais sur les frais de négociation) pour qu'ils lui déclarent les applications. De cette façon, le marché enregistrerait une part bien plus importante du volume monétaire sans contribuer nécessairement à la formation des cours avant les opérations.

d) **Pourcentage de la racine carrée du volume monétaire** : la racine carrée du volume monétaire de chaque opération exécutée sur chaque marché, divisée par la somme de la racine carrée du volume monétaire négocié sur tous les marchés au cours de la période.

$$\%\sqrt{\$Volume_i} = \frac{\sqrt{\$Volume_{i,t}}}{\sum_{t=1}^{n}\sum_{i=1}^{m}\sqrt{\$Volume_i}} * 100$$

La racine carrée du volume monétaire est extraite pour chaque transaction. Cette mesure n'est pas largement diffusée, mais elle est facile à extraire à partir des relevés

d'opérations. Elle réduit l'importance des opérations volumineuses par rapport aux petites opérations, ce qui peut pallier le problème des applications très volumineuses qui gonflent la contribution d'un marché à la formation des cours. Elle présente peut-être l'inconvénient que les opérations sur actions à cours peu élevé (de l'ordre de 1 à 2 $) ne soient pas du tout réduites et soient donc surreprésentées. Si un marché enregistre un très grand nombre d'opérations de faible valeur, cette mesure gonflerait sa contribution à la formation des cours.

2. Classement des marchés

L'estimation de la contribution de chaque marché à la formation des cours s'effectue selon deux modèles de classement. Chaque modèle constitue une combinaison de mesures avant et après les opérations et applique une pondération 50/50 à ces deux catégories.

**Modèle 1** : Ce modèle s'appuie sur le modèle de distribution des revenus appliqué par l'agence de traitement de l'information américaine.

$$\left[\frac{\%\sqrt{\$\boldsymbol{Volume_i}} + \%\boldsymbol{Nombre_i}}{2}\right] * \mathbf{0,5} + \$\boldsymbol{Temps(valeur)_i} * \mathbf{0,5}$$

La composante avant les opérations est le pourcentage du temps – dollar coté, pondéré par la valeur. La pondération de ce modèle par la valeur négociée de chaque titre confère plus d'importance aux actions qui font l'objet d'un nombre élevé d'opérations, ce qui récompense davantage les marchés qui fournissent de la liquidité dont la majorité est utilisée.

La composante après les opérations est la part de la racine carrée du volume monétaire et du nombre d'opérations qui revient à chaque marché. La pondération de ces deux mesures prises ensemble est de 50 % de la valeur du modèle.

**Modèle 2** : Ce modèle utilise les mesures après les opérations relatives au volume négocié, au nombre d'opérations et au volume monétaire, ainsi que celles avant les opérations relatives au temps au meilleur écart et au temps au meilleur cours acheteur et vendeur. Ces éléments ont une pondération égale dans l'indice final.

$$\left[\frac{\%\text{Volume}_i + \%\text{Nombre}_i + \%\$\text{Volume}_i}{3}\right] * 0{,}5 + \left[\frac{\%\text{Écart}_i + \%\text{MCAV}_i}{2}\right] * 0{,}5$$

3. Attribution d’une fourchette de droits estimatifs

Après application des méthodes de classement, la MEDD révisée est employée afin d’établir si les droits exigés par un marché, ou ceux qu’il propose d’exiger, sont liés à sa part de l’activité de négociation.

Le montant de référence canadien prend les droits relatifs aux données facturés par chaque marché par marché d’inscription, puis les regroupe dans un panier par marché d’inscription. Ce panier est ensuite redistribué selon les modèles de classement afin de générer les droits estimatifs ou les fourchettes de droits estimatifs pour chaque marché, par marché d’inscription.