

TSX INC.

AVIS DE PROJET DE MODIFICATION ET SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

AMÉLIORATION DE LA FONCTION DE NÉGOCIATION CACHÉE

TSX Inc. (la « Bourse de Toronto » ou la « TSX ») publie le présent avis de projet de modification conformément au processus d'examen et d'approbation des règles et de l'information contenue dans l'Annexe 21-101A1 et ses annexes.

Les participants au marché sont invités à transmettre leurs commentaires sur la modification projetée. Les commentaires doivent être formulés par écrit et transmis d'ici le 29 décembre 2017 à la personne suivante :

Carina Kwan
Conseillère juridique, Affaires réglementaires
Groupe TMX
The Exchange Tower
130 King Street West
Toronto (Ontario) M5X 1J2
Courriel : tsxrequestforcomments@tsx.com

Veuillez également en expédier un exemplaire à :

Réglementation des marchés
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

Les commentaires seront rendus publics, sauf si leur auteur demande qu'ils demeurent confidentiels. À l'issue de l'examen par le personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO »), si aucune question d'ordre réglementaire n'est soulevée, un avis attestant la réalisation de l'examen par le personnel de la CVMO et l'approbation du projet de modification par celle-ci sera publié.

Contexte

La TSX cherche à améliorer encore davantage son actuelle fonction de négociation cachée par l'ajout d'un nouveau type d'ordre à cours fixé au cours médian qui permettra aux utilisateurs de préciser que l'ordre ne peut être exécuté que par appariement avec d'autres ordres eux aussi désignés comme ordres cachés à cours fixé au cours médian.

Le nouveau type d'ordre sera désigné par le terme « ordre de sens inverse au cours médian seulement » (« ordre CMO »).

Description et motifs

Les ordres CMO permettront aux utilisateurs de simuler la fonction d'appariement avec des ordres cachés au cours médian en restreignant les ordres pouvant être appariés à ceux devant être exécutés au cours médian, mais visant également le même objectif. Les ordres CMO

donneront aux utilisateurs une solution de rechange à la fonction d'appariement au cours médian disponible sur les marchés opaques indépendants.

Un ordre CMO fonctionnera comme le fait actuellement un ordre à cours fixé au cours moyen à la TSX, à ceci près :

- son exécution sera seulement possible par appariement avec d'autres ordres CMO.

Toutes les caractéristiques et les fonctions, comme la quantité minimale (MinQty), la taille minimale pour appariement (MIS) et la fonction « pour affichage seulement », peuvent être utilisées relativement à un ordre CMO. Elles s'appliqueront de la même façon qu'elles s'appliquent actuellement aux ordres à cours fixé au cours médian, mais serviront uniquement à déterminer si l'appariement de deux ordres CMO est possible. L'information au sujet des caractéristiques et fonctions se trouve dans le Guide de la liquidité cachée de la TSX¹.

L'exécution d'un ordre CMO sera seulement possible au cours médian du NBBO protégé. L'établissement de la priorité des ordres CMO suivra l'établissement normal de la priorité des ordres cachés à la TSX lorsque le cours est le même : le courtier d'abord, la date et l'heure ensuite.

L'appariement de deux ordres CMO aura lieu même si des ordres cachés qui ne sont pas des ordres CMO figurent dans le registre des ordres de la TSX à un meilleur cours, ou y figurent au même cours (c'est-à-dire au cours médian) et ont une priorité plus élevée en fonction de la date et de l'heure. Comme il a été mentionné précédemment, l'un des objectifs associés aux ordres CMO consiste à permettre aux participants de simuler une fonction d'appariement avec ordres cachés au cours médian. En effet, le contournement des autres ordres cachés en attente à la TSX entraîne pour ces ordres un résultat comparable à l'appariement au cours médian qui se produirait sur un marché indépendant. Ce contournement découle des choix de toutes les parties prenantes quant au marché où ils envoient les ordres et aux conditions appliquées à ceux-ci. Par ailleurs, nous notons qu'une opération au cours médian contournant les ordres cachés en attente pourrait actuellement survenir à la TSX selon les conditions appliquées aux ordres. (Voir les exemples 4 et 4.1 de l'annexe A du présent avis pour un exemple d'exécution d'un ordre CMO où il y a contournement d'autres ordres cachés en attente, ainsi qu'un exemple de résultat comparable impliquant un ordre au cours médian entrant qui n'est pas un ordre CMO.)

La TSX pourra définir une restriction quant à la taille minimale qui s'appliquera au moment de la saisie d'un ordre CMO (par exemple cinq lots réguliers). L'objectif serait de favoriser l'exécution d'ordres de taille accrue et de réduire le risque de fuite d'information en exigeant un niveau d'engagement supérieur à un seul lot régulier. La TSX pourrait dans un premier temps établir la limite à un lot régulier afin d'évaluer la nécessité d'une telle restriction selon l'utilisation des ordres CMO et l'expérience. Les utilisateurs bénéficieraient ainsi d'une flexibilité accrue, tout en ayant la possibilité de gérer la taille souhaitée et les préoccupations à l'égard des fuites d'information au moyen des caractéristiques MinQty et MIS. Voici d'autres particularités concernant la restriction de taille minimale :

- tout ordre CMO ne respectant pas la taille minimale au moment de la saisie sera rejeté;
- toute instruction de modification d'un ordre précédent visant à réduire la taille d'un ordre CMO au-dessous de la taille minimale exigée sera rejetée;

¹ Disponible au <https://www.tsx.com/resource/fr/3/dark-liquidity-guide-2017-09-20-fr.pdf>.

- un ordre CMO dont la taille tombe au-dessous de la taille minimale exigée par suite d'opérations pourra être inscrit au registre ou y demeurer, puis être exécuté;
- toute taille minimale imposée par la TSX et toute modification de cette taille minimale sera communiquée publiquement par la TSX au moyen d'un avis.

Des exemples d'utilisation de la fonction d'ordre CMO sont présentés à l'annexe A du présent avis.

Date prévue de la mise en œuvre

Il est prévu que la modification projetée entre en vigueur au deuxième trimestre de 2018.

Incidence prévue

La TSX améliore son actuelle fonction de négociation cachée afin d'offrir de nouveaux moyens d'exécuter des ordres cachés. La TSX est d'avis que les ordres CMO constitueront une solution de rechange à la fonction d'appariement au cours médian disponible sur les marchés opaques indépendants sans imposer au secteur le fardeau, le niveau de complexité et les coûts supplémentaires qu'entraînerait l'arrivée d'un nouveau marché de négociation.

Incidence prévue de la modification projetée sur le respect par la TSX de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario

La modification projetée n'aura aucune incidence sur le respect par la TSX de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, plus particulièrement en ce qui concerne les obligations relatives à l'accès équitable et au maintien de marchés équitables et ordonnés. La TSX continuera d'appliquer la logique d'exécution adéquate afin de respecter les obligations concernant l'amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible qui sont énoncées à l'article 6.6 des Règles universelles d'intégrité du marché.

Estimation des délais requis par les membres et les fournisseurs de services pour modifier leurs systèmes après la mise en œuvre de la modification projetée

La fonction d'ordre à cours fixé au cours médian que comportent les ordres CMO existe à l'heure actuelle dans divers marchés canadiens, y compris la TSX et la TSXV. En ce qui concerne les utilisateurs, la mise en œuvre de la modification impliquera la définition d'une nouvelle valeur d'ordre à cours fixé qui servira à identifier les ordres CMO. Les utilisateurs devront aussi s'assurer que la taille des ordres CMO respectera toute taille minimale imposée par la TSX.

Selon l'échéancier de mise en œuvre actuellement prévu, nous prévoyons un délai d'au moins 90 jours entre l'approbation réglementaire et la mise en œuvre du projet de modification, ce qui est devrait être suffisant pour permettre l'adoption de la modification par les parties souhaitant tirer avantage des ordres CMO.

Existence d'éléments comparables à la modification projetée dans d'autres marchés ou territoires

Comme il a été indiqué précédemment, la fonction d'ordre à cours fixé au cours médian que comporte un ordre CMO existe à l'heure actuelle dans divers marchés canadiens, y compris la TSX et la TSXV. L'ordre CMO est un nouveau type d'ordre à cours fixé qui restreint les cas où l'ordre en question peut être exécuté par appariement avec un ordre de sens inverse.

L'application de telles conditions à des ordres cachés n'est pas rare; par exemple, les caractéristiques MinQty et MIS à la TSX et à la TSXV (et les caractéristiques similaires dans d'autres marchés canadiens comme MATCHNow et Nasdaq CXC) représentent des conditions qui restreignent l'exécution en fonction de la nature ou des propriétés des ordres de sens inverse.

Nasdaq (États-Unis) a proposé la mise en œuvre d'un ordre à durée de vie prolongée au cours médian (« *Midpoint Extended Life Order* » ou « *M-ELO* »), lequel comporte une fonction similaire d'exécution au cours médian seulement, mais aussi un mécanisme de retardement².

² Voir le dossier SR-NASDAQ-2017-074 de la Securities and Exchange Commission pour consulter les dossiers publics concernant le projet d'ordre de type M-ELO de Nasdaq.

ANNEXE A EXEMPLES D'UTILISATION D'UN ORDRE DE SENS INVERSE AU COURS MÉDIAN SEULEMENT

Les exemples qui suivent présentent la fonction proposée pour les ordres CMO.

Exemple 1 : *Appariement nécessitant un ordre CMO des deux côtés, sans quoi le contournement de l'ordre CMO en attente est permis*

Le registre va comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Type d'ordre acheteur	Visible / Caché	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
<i>NBBO protégé</i>						10,00	10,05
TSX	1	CMO	Caché	10:00:01	5 500	10,025	
TSX	2	Au cours médian (pas CMO)	Caché	10:00:07	1 000	10,025	
TSX	3	À cours limité	Visible	10:00:03	2 000	10,00	

Activité : Réception de l'ordre 4, un ordre à cours limité visible portant sur la vente de 2 000 actions à 10,00 \$

Résultat : Exécution de l'ordre 4 par appariement avec l'ordre 2 pour 1 000 actions au cours médian (10,025 \$), puis par appariement avec l'ordre 3 (ordre visible à cours limité) pour 1 000 actions à 10,00 \$ étant donné que l'ordre CMO d'achat en attente à un meilleur cours ne peut être exécuté que par appariement avec un autre ordre CMO

Exemple 2 : *Appariement de deux ordres CMO*

Le registre va comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Type d'ordre acheteur	Visible / Caché	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
<i>NBBO protégé</i>						10,00	10,05
TSX	1	CMO	Caché	10:00:01	5 500	10,025	
TSX	2	Au cours médian (pas CMO)	Caché	10:00:07	1 000	10,025	
TSX	3	À cours limité	Visible	10:00:03	2 000	10,00	

Activité : Réception de l'ordre 4, un ordre CMO portant sur la vente de 2 000 actions

Résultat : Exécution de l'ordre 4 par appariement avec l'ordre 1 pour 2 000 actions au cours médian (10,025 \$) étant donné que les deux ordres sont de type CMO et sont par ailleurs admissibles

Exemple 3 : *Exécution au cours médian impliquant un ordre au cours médian entrant qui n'est pas de type CMO*

Le registre va comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Type d'ordre acheteur	Visible / Caché	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
<i>NBBO protégé</i>						10,00	10,05
TSX	1	À cours limité	Caché	10:00:05	1 000	10,03	
TSX	2	CMO	Caché	10:00:01	5 500	10,025	
TSX	3	Au cours médian (pas CMO)	Caché	10:00:07	2 000	10,025	

Activité : Réception de l'ordre 4, un ordre « immédiat ou annulation » (IOC) au cours médian qui n'est pas de type CMO portant sur la vente de 4 000 actions

Résultat : Exécution de l'ordre 4 par appariement avec l'ordre 1 pour 1 000 actions au cours médian (10,025 \$) comme cela s'applique actuellement pour l'exécution d'un ordre au cours médian entrant par appariement avec un ordre caché à cours limité de sens inverse à meilleur cours, puis par appariement avec l'ordre 3 pour 2 000 actions au cours médian (10,025 \$), l'ordre 2 de type CMO étant contourné; aucune exécution de l'ordre 2 de type CMO étant donné que l'ordre de vente au cours médian entrant n'est pas de type CMO; annulation des 1 000 actions restantes de l'ordre 4, puisque celui-ci est un ordre IOC et ne peut être exécuté par appariement avec l'ordre 2

Exemple 4 : Exécution au cours médian impliquant deux ordres CMO et contournement des autres ordres cachés en attente

Le registre va comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Type d'ordre acheteur	Visible / Caché	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
<i>NBBO protégé</i>						10,00	10,05
TSX	1	À cours limité	Caché	10:00:05	1 000	10,03	
TSX	2	Au cours médian (pas CMO)	Caché	10:00:02	2 000	10,025	
TSX	3	CMO	Caché	10:00:09	5 500	10,025	

Activité : Réception de l'ordre 4, un ordre IOC de type CMO portant sur la vente de 4 000 actions

Résultat : Exécution de l'ordre 4 par appariement avec l'ordre 3 pour 4 000 actions au cours médian (10,025 \$) étant donné que l'ordre 4 ne peut être exécuté que par appariement avec un ordre CMO; contournement des ordres 1 et 2 bien que ceux-ci aient un meilleur cours ou une priorité plus élevée en raison de l'heure, puisqu'ils ne sont pas de type CMO (Remarque : L'exécution de l'ordre 1 par appariement avec un ordre au cours médian entrant ne peut se produire qu'au cours médian.)

Exemple 4.1 : Résultat semblable à celui de l'exemple 4 en raison d'autres conditions applicables aux ordres

Le registre va comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Type d'ordre acheteur	Visible / Caché	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
<i>NBBO protégé</i>						10,00	10,05
TSX	1	À cours limité	Caché	10:00:05	1 000	10,03	
TSX	2	Au cours médian (pas CMO)	Caché	10:00:02	2 000	10,025	
TSX	3	Au cours médian (pas CMO)	Caché	10:00:09	5 500	10,025	

Activité : Réception de l'ordre n° 4, un ordre au cours médian, pas de type CMO, portant sur la vente de 4 000 actions et comportant une exigence de taille minimale pour appariement (MIS) de 2 500 actions

Résultat : Exécution de l'ordre 4 par appariement avec l'ordre 3 pour 4 000 actions au cours médian (10,025 \$) bien que les ordres 1 et 2 aient un meilleur cours ou une priorité plus élevée en raison de l'heure, puisque ceux-ci ne satisfont pas à la condition de taille minimale de 2 500 actions (Remarque : L'exécution de l'ordre 1 par appariement avec un ordre au cours médian entrant ne peut se produire qu'au cours médian.)