

## **BOURSE DE CROISSANCE TSX INC.**

### **AVIS DE PROJET DE MODIFICATION ET SOLLICITATION DE COMMENTAIRES**

#### **AMÉLIORATION DE LA FONCTION DE NÉGOCIATION CACHÉE**

Bourse de croissance TSX Inc. (la « Bourse de croissance TSX » ou la « TSXV ») publie le présent avis de projet de modification. Les modifications projetées entreront en vigueur lorsqu'elles auront été approuvées par la British Columbia Securities Commission et l'Alberta Securities Commission (collectivement, les « Commissions ») après avoir fait l'objet d'un avis public et d'une période de commentaires.

Les participants au marché sont invités à transmettre leurs commentaires sur le projet de modification. Les commentaires doivent être faits par écrit et doivent parvenir d'ici le 4 mars 2019 à la personne suivante :

Anastassia Tikhomirova  
Conseiller juridique  
Groupe TMX  
300-100, rue Adelaide Ouest  
Toronto (Ontario) M5H 1S3  
Courriel : [tsxrequestforcomments@tsx.com](mailto:tsxrequestforcomments@tsx.com)

Veuillez également en expédier un exemplaire à :

Doug MacKay  
Spécialiste en structure de marché  
Division des marchés financiers et de la réglementation  
British Columbia Securities Commission  
701, rue Georgia Ouest  
C. P. 10142, Pacific Centre  
Vancouver (Colombie-Britannique) V7Y 1L2  
Courriel : [dmackay@bcsc.bc.ca](mailto:dmackay@bcsc.bc.ca)

Les commentaires seront rendus publics, sauf si leur auteur demande qu'ils demeurent confidentiels. À l'issue de l'examen par les Commissions, si aucune question d'ordre réglementaire n'est soulevée, un avis attestant la réalisation de l'examen par les Commissions et leur approbation sera publié.

#### **Contexte des modifications projetées**

La TSXV cherche à améliorer encore davantage son actuelle fonction de négociation cachée en perfectionnant l'ordre de sens inverse au cours médian seulement (« ordre CMO ») de manière à faciliter l'appariement d'ordres au cours médian avec des ordres visant un objectif de placement à long terme semblable. L'ordre CMO enrichi sera appelé ordre de sens inverse au cours médian seulement « plus » (« CMO+ »). La fonction d'ordre CMO actuelle ne subsistera pas comme type d'ordre distinct au moment du lancement de l'ordre CMO+ afin de prévenir toute concurrence ou confusion inutile entre ceux-ci.

## Description et motifs

L'ordre CMO+ permettra 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 un objectif semblable. L'ordre CMO+ offrira aux utilisateurs une solution de rechange à la fonction d'appariement au cours médian offerte sur les marchés opaques indépendants.

En instaurant l'ordre CMO+, la TSXV propose de perfectionner la fonction d'ordre CMO comme suit (le « projet de modification ») :

1. Maintien des caractéristiques existantes de l'ordre CMO pour l'ordre CMO+<sup>1</sup> :

- Type d'ordre caché inscrit au cours médian du NBBO protégé et ne pouvant être exécuté qu'à ce cours
- Possibilité de saisir ces ordres entre 7 h et 16 h
- Exécution entre 9 h 30 et 16 h seulement, sous réserve du cours limite de l'ordre
- Réglage par défaut ne permettant l'appariement qu'avec d'autres ordres du même type, soit CMO+ (**choix 1, implicite**)
- Appariement selon la priorité courtier-temps
- Prise en charge des caractéristiques de quantité minimale (« MinQty ») et de taille minimale pour appariement (« MIS ») ainsi que de la fonction « pour affichage seulement »
- Possibilité pour la TSXV d'imposer une taille minimale aux ordres CMO+ saisis (instruction implicite correspondant à un [1] lot régulier; taille minimale actuelle des ordres CMO au moment de la saisie correspondant à un [1] lot régulier)<sup>2</sup>
- Identification des opérations par appariement de deux ordres CMO+ comme telles dans les rapports sur les opérations publiques, comme dans les confirmations d'exécution des pôles opaques autonomes

2. Ajout des fonctions suivantes :

- Retardement des ordres CMO+ entrants selon un laps de temps d'au moins 400 millisecondes et d'au plus 600 millisecondes afin d'offrir une incitation aux participants disposant d'un horizon de placement à long terme et pour lesquels ce délai d'environ une demi-seconde ne devrait pas présenter d'obstacle à l'utilisation – L'incertitude inhérente au caractère aléatoire de ce délai contribuera également à réduire les occasions d'agiotage portant sur la valeur de référence du NBBO.
- Applications du délai aléatoire à la modification d'un ordre précédent (« CFO ») – Le traitement de la modification d'un ordre précédent serait ainsi identique à celui d'un ordre que l'utilisateur a choisi d'annuler pour saisir ensuite un nouvel ordre (auquel cas l'annulation ne serait pas différée, mais le délai s'appliquerait au nouvel ordre CMO+).

---

<sup>1</sup> L'information au sujet des caractéristiques et fonctions de l'ordre CMO actuel se trouve dans le Guide de la liquidité cachée, publié au : <https://www.tsx.com/resource/en/1764/dark-liquidity-guide-v1.pdf>

<sup>2</sup> Toute modification de la taille minimale de saisie des ordres CMO+ serait apportée au moyen d'un avis opérationnel, comme ce serait le cas actuellement pour la fonction d'ordre CMO existante.

- Traitement sans délai de l'annulation des ordres CMO+ inscrits.
- Possibilité pour les utilisateurs de préciser un paramètre (au moyen d'une étiquette optionnelle apposée lors de la saisie de l'ordre) permettant à l'ordre CMO+ d'être apparié avec d'autres ordres cachés en attente, mais seulement au moment de la saisie initiale de l'ordre CMO+ (**choix 2**)
  - Une fois inscrit, l'ordre CMO+ assorti du paramètre d'appariement du choix 2 ne peut être apparié qu'avec d'autres ordres CMO+.
  - Les opérations portant sur un ordre CMO+ assorti du paramètre d'appariement du choix 2 avec un ordre en attente qui n'est pas un ordre CMO+ ne seront pas identifiées comme des opérations CMO+ dans les rapports sur les opérations publiques, par souci de cohérence avec le mode d'identification des opérations par appariement avec des ordres cachés ordinaires à la TSX.

Si l'utilisateur emploie le paramètre d'appariement du choix 1 (implicite) (ordre CMO+ avec ordre CMO+ à la saisie), l'établissement de la priorité d'attribution pour les ordres CMO+ en attente suivra la priorité normale des ordres cachés à la TSXV lorsque le cours est le même – le courtier d'abord, puis la date et l'heure – et ces ordres ne seront exécutés qu'au cours médian du NBBO protégé. Comme c'est le cas actuellement pour les ordres CMO, 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 TSXV à un cours avantageux ou égal au cours médian et ont une priorité plus élevée en fonction de la date et de l'heure. Si l'utilisateur se fonde sur le choix 1 (implicite), la fonction d'appariement actuelle des ordres CMO et tous les exemples présentés dans [l'Avis de projet de modification et sollicitation de commentaires](#) du 23 novembre 2017 demeurent les mêmes à l'égard de l'ordre CMO initial (sauf en ce qui a trait au délai aléatoire qui sera appliqué à l'ordre CMO+ entrant).

Si l'utilisateur sélectionne le paramètre d'appariement du choix 2 (qui permet à son ordre CMO+ d'être apparié à la saisie avec tout ordre caché en attente à un cours avantageux ou égal au cours médian), l'établissement de la priorité pour les ordres en attente suivra aussi la priorité normale des ordres cachés à la TSXV – cours, courtier, date et heure – et cet ordre ne sera exécuté qu'au cours médian du NBBO protégé<sup>3</sup>. Une fois l'ordre CMO+ inscrit et en attente à la TSXV, il ne peut être apparié qu'avec d'autres ordres CMO+. En d'autres termes, les possibilités d'appariement de l'ordre CMO+ assorti du paramètre du choix 2 différeront au moment de la saisie initiale et au moment de l'inscription au registre.

Voir l'annexe A du présent avis pour consulter des exemples d'opérations portant sur un ordre CMO+.

### **Date prévue de la mise en œuvre**

Il est prévu que la modification projetée entre en vigueur au troisième trimestre de 2019.

---

<sup>3</sup> Il sera aussi exécuté au cours médian par appariement avec un ordre caché à cours limité en attente dont le cours est plus avantageux que le cours médian, comme à l'heure actuelle dans le cas d'un ordre caché au cours médian normal entrant lorsqu'il est saisi à la TSX.

## **Incidence prévue**

La TSXV améliore son type d'ordre CMO pour faciliter davantage l'interaction entre utilisateurs disposant d'horizons de placement à long terme.

En améliorant le type d'ordre CMO actuel au lieu de créer un nouveau type d'ordre, la TSX s'attend à ce que les participants et les fournisseurs qui ont mis en œuvre l'ordre CMO antérieur puissent utiliser l'ordre CMO+ en n'apportant que des modifications minimales, voire nulles. Ceux-ci n'auront à apporter des modifications que s'ils souhaitent utiliser le paramètre d'appariement du choix 2 pour prendre en charge une nouvelle étiquette de saisie d'ordre.

## **Incidence prévue des modifications projetées sur le respect par la Bourse de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario**

La modification projetée n'aura aucune incidence sur le respect par la TSXV 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 du projet de modification**

L'ordre CMO+ est un prolongement de la fonction d'ordre CMO déjà approuvée et mise en œuvre. La Bourse de Toronto s'attend à ce que la mise en œuvre, pour les utilisateurs qui souhaitent employer uniquement le paramètre d'appariement du choix 1 (implicite), n'exige que des modifications minimales, voire nulles. Les utilisateurs qui souhaitent utiliser le choix 2 en vue d'un appariement avec tous les ordres cachés devront adopter une nouvelle étiquette optionnelle afin de pouvoir préciser ce choix au moment de la saisie de l'ordre.

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 devrait être suffisant pour permettre l'adoption de la modification par les parties souhaitant tirer pleinement parti des ordres CMO+.

## **Existence d'éléments comparables aux modifications projetées dans d'autres marchés ou territoires**

La fonction d'ordre CMO+ est un prolongement de la fonction d'ordre CMO existante à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX ainsi que de la fonction d'ordre caché à cours médian offerte par les bourses d'actions au Canada.

Bourse Alpha TSX et Aequitas NEO-N emploient actuellement des mécanismes de retardement aléatoire des ordres. Aux États-Unis, le Nasdaq offre aussi un type d'ordre, appelé « MELO » (Midpoint Extended Life Order), qui applique un délai d'une demi-seconde aux ordres MELO pouvant être exécutés à la saisie.

**ANNEXE A**  
**EXEMPLES D'UTILISATION D'UN ORDRE DE SENS INVERSE AU COURS MÉDIAN**  
**SEULEMENT « PLUS »**

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

Exemple 1 : Application d'un délai à la saisie de l'ordre CMO+ (choix 1, implicite) et inscription de l'ordre au NBBO protégé une fois ce délai écoulé

Les cours évoluent comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Type d'ordre acheteur	Visible/Caché	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
NBBO protégé				10:00:00.00		10.00	10.05
TSXV	1	Ordre CMO+ entrant	Caché	10:00:00.00	5 000	Délai appliqué à l'ordre	
NBBO protégé				10:00:00.50		10.00	10.04
TSX	1	Une fois le délai écoulé, l'ordre CMO+ est inscrit	Caché	10:00:00.55	5 000	10.02	
NBBO protégé				10:00:01.00		10.01	10.04
TSXV	1	Établissement du cours de l'ordre CMO+ au nouveau cours médian	Caché	10:00:01.00	5 000	10.025	

Activité : Réception à 10:00:00.00 de l'ordre 1, un ordre CMO+ portant sur l'achat sur 5 000 actions au cours limite de 10,03 \$

Résultat : Application du délai aléatoire (d'une durée de 550 millisecondes dans ce cas) à l'ordre CMO+; une fois ce délai écoulé (à 10:00:00.55), inscription de l'ordre au cours médian du NBBO protégé, qui est alors de 10,02 \$; lors d'une nouvelle fluctuation du NBBO protégé, à 10:00:01.00, établissement sans délai du cours de l'ordre CMO+ au nouveau cours médian de 10 025 \$.

Exemple 2 : Exécution de l'ordre CMO+ (choix 1, implicite) par appariement avec des ordres CMO+ seulement, les ordres de tout autre type étant contournés

Le registre va comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Type d'ordre acheteur	Visible/Caché	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
NBBO protégé						10.00	10.05
TSXV	1	À cours limité	Caché	10:00:05	1 000	10.03	

TSXV	2	Au cours médian (pas CMO+)	Caché	10:00:02	2 000	10.025	
TSXV	3	CMO+ (choix 2)	Caché	10:00:09	5 500	10.025	

Activité : Une fois le délai de 572 millisecondes écoulé, dégagement de l'ordre 4, un ordre CMO+ (choix 1, implicite) de type « immédiat ou annulation » (« IOC ») portant sur la vente de 4 000 actions au cours limite de 10,02 \$.

Résultat : Une fois l'ordre 4 dégagé du mécanisme de retardement, exécution de cet ordre par appariement avec l'ordre 3 pour 4 000 actions au cours médian (10 025 \$), l'ordre 4 ne pouvant être exécuté que par appariement avec un ordre CMO+ de sens inverse en attente en raison du paramètre d'appariement du choix 1 (implicite); 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

Exemple 2.1 : Exécution par appariement de l'ordre CMO+ (choix 2) avec tous les ordres cachés négociables au cours médian suivant la priorité normale pour les ordres cachés, puis inscription au registre

Le même 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
TSXV	1	À cours limité	Caché	10:00:05	1 000	10.03	
TSXV	2	Au cours médian (pas CMO+)	Caché	10:00:02	2 000	10.025	
TSXV	3	CMO+ (choix 2)	Caché	10:00:09	5 500	10.025	

Activité : Après un délai de 425 millisecondes, dégagement du mécanisme de retardement de l'ordre 4, un ordre CMO+ (choix 2) de type IOC portant sur la vente 4 000 actions au cours limite de 10,02 \$

Résultat : Une fois l'ordre 4 dégagé du mécanisme de retardement, exécution de cet ordre par appariement avec l'ordre 1, qui n'est pas un ordre CMO+, pour 1 000 actions au cours médian (10 025 \$) puisque l'ordre 1 est prioritaire en raison de son cours et que l'ordre 4 est assorti du paramètre d'appariement du choix 2; puis, de même, exécution par appariement avec l'ordre 2, qui n'est pas un ordre CMO+, pour 2 000 actions au cours médian (10 025 \$) puisque ce dernier a la priorité suivante en raison de son cours et de son heure; ensuite, exécution par appariement avec l'ordre 3 pour les 1 000 actions restantes au cours médian (10 025 \$) en priorité suivante. Il est à noter que les opérations exécutées par appariement avec l'ordre 1 et l'ordre 2 ne sont pas de type CMO+, mais que l'opération exécutée par appariement avec l'ordre 3 sera, elle, de type « appariement d'ordres CMO+ ».

Exemple 3 : Exécution par appariement des ordres CMO+ inscrits au registre (choix 1, implicite, et choix 2) impossible avec des ordres entrants qui ne sont pas des 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
TSXV	1	CMO+ (choix 1, implicite)	Caché	10:00:01	5 500	10.025	
TSXV	2	CMO+ (choix 2)	Caché	10:00:08	2 000	10.025	

TSXV	3	Au cours médian (pas CMO+)	Caché	10:00:07	1 000	10.025	
TSXV	4	À cours limité	Visible	10:00:03	2 000	10.00	

Activité : Réception de l'ordre 5, un ordre à cours limité visible portant sur la vente de 2 000 actions à 10,00 \$

Résultat : Exécution de l'ordre 5 par appariement avec l'ordre 3 pour 1 000 actions au cours médian (10 025 \$), puis par appariement avec l'ordre 4 (ordre visible à cours limité) en attente 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+ entrant