

TSX INC.

AVIS DE PROJET DE MODIFICATION ET SOLlicitation DE COMMENTAIRES

AMÉLIORATION DE LA FONCTIONNALITÉ « SEEK DARK LIQUIDITY »

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 faits par écrit et doivent parvenir d'ici le 15 avril 2019 à la personne suivante :

Anastassia Tikhomirova
Conseillère juridique
Groupe TMX
100, rue Adelaide Ouest, bureau 300
Toronto (Ontario) M5H 1S3
Courriel : tsxrequestforcomments@tsx.com

Veuillez également en expédier un exemplaire à :

Direction de la réglementation
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 planifie d'améliorer la fonctionnalité « Seek Dark Liquidity » (« SDL ») actuelle en permettant l'exécution par appariement d'ordres SDL avec des ordres visibles en attente, sous réserve de certaines limites, afin d'offrir aux utilisateurs des occasions plus nombreuses d'obtenir un grand volume global d'exécutions et une amélioration potentielle du cours lorsqu'ils emploient des stratégies d'acheminement des ordres à la recherche d'applications.

La nouvelle fonctionnalité SDL facultative sera appelée « SDL Plus »¹.

¹ La TSX a déposé une demande de brevet à l'égard de la fonctionnalité SDL Plus.

Description et motifs

À l'heure actuelle, les utilisateurs ont la possibilité de définir deux options différentes pour les ordres à exécution immédiate ou annulation (« IOC ») et les ordres exécuter sinon annuler (« FOK ») marqués SDL : la première option permet l'exécution par appariement uniquement avec des ordres cachés procurant une amélioration du cours, et la seconde permet aussi à l'ordre SDL d'être exécuté par appariement avec des ordres cachés en attente au NBBO protégé, sous réserve des exigences de volume en matière d'exécution au seuil² des ordres cachés.

La fonctionnalité SDL Plus permettra aux utilisateurs d'indiquer un troisième choix pour l'exécution de leurs ordres SDL de type IOC ou FOK qui entraînera l'appariement avec les ordres cachés en attente qui offrent une amélioration du cours, suivis par les ordres cachés en attente au NBBO protégé du même courtier (attribués) jusqu'à épuisement du volume attribué dans la catégorie « courtier » de la direction préférentielle du flux d'ordres (sous réserve du volume et du cours limite imposés à l'ordre SDL Plus par l'utilisateur).

Ce type d'ordre sera particulièrement utile aux utilisateurs qui recourent actuellement à des stratégies d'acheminement des ordres à la recherche d'applications puisqu'il leur permettra de passer des ordres de plus grande taille de manière à maximiser le volume d'ordres cachés offrant une amélioration du cours qu'ils captent.

Voici des renseignements supplémentaires :

- Le cours d'exécution de l'ordre SDL Plus sera limité au cours limite de l'ordre ou au NBBO protégé du côté opposé, selon le moins concurrentiel de ces cours, sans égard à la présence d'une instruction relative au régime de protection des ordres (« RPO ») jointe à cet ordre. Les ordres SDL Plus à cours limité qui sont plus concurrentiels que le NBBO du côté opposé ainsi que les ordres SDL Plus au cours du marché feront automatiquement l'objet d'une modification du cours au NBBO du côté opposé.
- Les ordres SDL Plus doivent être attribués à un courtier afin d'être exécutés par appariement avec le volume visible en attente dans la catégorie « courtier » de la direction préférentielle du flux d'ordres. L'ordre SDL Plus désigné comme anonyme sera accepté mais traité comme un ordre SDL assorti d'une instruction d'appariement uniquement avec des ordres cachés offrant une amélioration du cours.
- Un ordre SDL Plus attribué sera exécuté par appariement avec les ordres visibles attribués du même courtier au NBBO protégé, sous réserve du cours limite de l'ordre.
- Une fois épuisé le volume visible attribué du même courtier qui prend part à la catégorie d'attribution « courtier » de la direction préférentielle du flux d'ordres, la part restante de l'ordre SDL Plus est annulée.
- S'il n'y a, à la TSX, aucun volume attribué visible du même courtier au NBBO protégé du côté opposé, l'ordre SDL Plus est traité comme un ordre SDL assorti d'une instruction d'appariement uniquement avec des ordres cachés offrant une amélioration du cours.

² Se reporter au paragraphe 6.6 des RUIIM.

- Les ordres SDL Plus assortis d'une instruction de contournement seront rejetés, comme c'est le cas actuellement pour les ordres SDL.
- La participation des négociateurs inscrits ne s'applique pas lorsque l'ordre SDL Plus est exécuté par appariement avec des ordres visibles en attente dans la catégorie « courtier » de la direction préférentielle du flux d'ordres.

Selon ce qui s'applique à la fonctionnalité SDL actuelle, les utilisateurs de l'ordre SDL Plus pourront y appliquer la restriction de quantité minimale (« MinQty »), qui prévoit l'atteinte d'un seuil de volume minimal pour l'exécution de l'ordre IOC ou FOK. La fonctionnalité de taille minimale pour appariement (« MIS ») ne sera pas offerte à l'égard de l'ordre SDL Plus. L'information sur la fonctionnalité MinQty est présentée dans le *Guide de la liquidité cachée* de la TSX³.

Des exemples d'utilisation de la fonctionnalité d'ordre SDL Plus sont présentés à l'annexe A du présent avis.

Date prévue de la mise en œuvre

L'entrée en vigueur de la modification projetée est prévue au plus tôt pour le troisième trimestre de 2019.

Incidence prévue

La TSX est d'avis que la fonctionnalité SDL Plus offrira aux utilisateurs des moyens supplémentaires de maximiser les possibilités d'appariement avec des ordres cachés apportant une amélioration du cours en attente à la TSX lors de l'utilisation de stratégies d'acheminement actif des ordres. Ces dernières comprennent les stratégies d'acheminement des ordres à la recherche d'applications, employées actuellement par divers participants et par lesquelles ces derniers recherchent l'exécution par appariement avec leurs propres ordres visibles en attente.

L'utilisation de la fonctionnalité SDL Plus offre aussi aux courtiers des occasions de maximiser le volume exécuté par appariement avec leurs ordres clients en attente à la TSX, ce qui réduit les fuites d'information lorsqu'elle permet l'exécution intégrale de l'ordre.

Incidence dans le contexte de l'internalisation

La TSX est sensible au fait que certains observateurs puissent considérer que la fonctionnalité SDL Plus facilite une augmentation de la direction préférentielle du flux d'ordres selon la catégorie « courtier » au Canada et contribue ainsi à accroître l'internalisation. Elle reconnaît également que l'accroissement de l'internalisation demeure un sujet de débat parmi les participants du secteur. Le Groupe TMX a organisé une table ronde sectorielle sur l'internalisation en janvier 2018⁴; un document de réflexion des Autorités canadiennes en valeurs mobilières qui visait à approfondir la question a été publié récemment aux fins de sollicitation de commentaires⁵.

³ Publié au : <https://www.tsx.com/resource/fr/1764/dark-liquidity-guide-v1.pdf>.

⁴ Un résumé de l'événement est publié au : <https://www.tsx.com/resource/fr/1676>.

⁵ https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/sn_20171205_23-319_internalization-in-the-canadian-market.pdf

La TSX s'était abstenue de proposer officiellement cette fonctionnalité compte tenu des préoccupations de l'industrie quant à l'internalisation et des incertitudes entourant l'orientation du document de réflexion attendu. Elle a maintenant décidé de proposer cette fonctionnalité pour les raisons suivantes :

- la demande directe de la part des clients pour cette fonctionnalité se maintient, alimentée par l'adoption croissante de stratégies d'acheminement des ordres à la recherche d'applications;
- les conclusions du document de réflexion des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sont incertaines, tout comme l'échéancier de mise en œuvre des changements qui en découleraient;
- portés par l'introduction de la direction préférentielle du flux d'ordres dans la catégorie « courtier » sur un marché concurrent, les taux d'applications non intentionnelles attribuées ne cessent d'augmenter à l'échelle du marché;
- l'introduction de la fonctionnalité SDL Plus n'aura pas nécessairement pour effet d'accroître davantage les taux d'« internalisation »⁶ à l'échelle du marché, et pourrait en fait contribuer à leur réduction.

À propos du dernier élément de la liste ci-dessus, nous nous attendons à ce que la fonctionnalité SDL Plus soit principalement utilisée par les participants qui recourent déjà aux stratégies d'acheminement actif des ordres à la recherche d'applications. Dans ce cas, nous prévoyons que l'utilisation de la fonctionnalité SDL Plus dirige vers la TSX ces activités menées sur d'autres marchés, déplacement qui n'entraînerait, d'une manière générale, aucun changement net des taux d'internalisation de l'ensemble du marché. Dans la mesure où elle procure à ces stratégies un volume caché offrant une amélioration du cours, la fonctionnalité SDL Plus pourrait même occasionner une réduction des taux d'internalisation à l'échelle du marché en dirigeant vers la TSX des volumes négociés qui, autrement, bénéficient de la direction préférentielle du flux d'ordres selon la catégorie « courtier » sur d'autres marchés, en vue de leur exécution par appariement avec les ordres cachés en attente de tout courtier qui offrent une amélioration du cours à la TSX.

Incidence prévue de la modification projetée sur le respect par la TSX du droit ontarien des valeurs mobilières

La modification projetée n'aura aucune incidence sur le respect par la TSX du droit ontarien des valeurs mobilières, 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.

⁶ Selon les taux d'applications non intentionnelles attribuées à l'échelle 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

La fonctionnalité SDL existe actuellement à la TSX. L'effort de mise en œuvre des utilisateurs sera négligeable puisqu'il implique la définition d'une valeur d'étiquette supplémentaire pour l'ordre SDL afin de l'identifier comme ordre SDL Plus. Qui plus est, l'utilisation de cette fonctionnalité est optionnelle.

Selon l'échéancier de mise en œuvre actuel, la TSX prévoit 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 avantage de la fonctionnalité d'ordre SDL Plus.

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

Comme indiqué ci-dessus, la fonctionnalité SDL existe déjà à la TSX. Divers participants emploient également des stratégies d'acheminement des ordres à la recherche d'applications par lesquelles ils cherchent à obtenir l'appariement avec leurs propres ordres visibles en attente. La fonctionnalité SDL Plus permettra aux participants qui recourent à ces stratégies d'augmenter le volume de liquidité cachée offrant une amélioration du cours qui peut être capté par ce processus.

En termes techniques, la fonctionnalité SDL Plus représente simplement une limite ou condition (en plus du cours limite et du volume de l'ordre) sur les ordres IOC et FOK existants qui définit, dans la séquence d'exécution normale, le point où l'exécution de l'ordre IOC ou FOK doit s'interrompre. L'ordre SDL Plus sera exécuté par appariement avec des ordres cachés en attente suivant les règles d'attribution de priorité habituelles des ordres cachés à la TSX, et l'appariement se poursuivra avec des ordres visibles lorsque la logique d'attribution de priorité actuelle attribue d'abord le volume du même courtier (les deux côtés doivent être attribués à un courtier). L'ordre SDL Plus établit une condition d'interruption de l'exécution de l'ordre IOC ou FOK après épuisement du volume attribué dans la catégorie « courtier » de la direction préférentielle du flux d'ordres, en présumant que les limites de cours et de volume des ordres IOC et FOK n'ont pas été déjà dépassées.

ANNEXE A EXEMPLES PORTANT SUR L'ORDRE SDL PLUS

Les exemples qui suivent présentent la fonctionnalité proposée pour les ordres de sens inverse au cours médian seulement (« CMO »).

Exemple 1 : Exécution d'un ordre SDL Plus par appariement avec les ordres visibles

Le registre va comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Visible / Caché	N° de courtier public	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
<i>NBBO protégé</i>						10,00	10,05
TSX	1	Caché	1	10:00:01	2 000	10,025	
TSX	2	Caché	1	10:00:07	1 000	10,01	
TSX	3	Visible	29	10:00:05	400	10,00	
TSX	4	Visible	6	10:00:06	500	10,00	

Activité : Réception de l'ordre 5 – saisie par le courtier 6 d'un ordre IOC marqué SDL Plus pour la vente de 5 000 actions à 10,00 \$.

Résultat : Appariement de l'ordre 5 avec l'ordre 1 pour 2 000 actions à 10,025 \$, avec l'ordre 2 pour 1 000 actions à 10,01 \$ et avec l'ordre 4 pour 500 actions à 10,00 \$ par la catégorie d'attribution « courtier » de la direction préférentielle du flux d'ordres; annulation de la tranche restante pour 1 500 actions à l'épuisement du volume attribué dans la catégorie « courtier » de la direction préférentielle du flux d'ordres.

Exemple 2 : Application des règles normales en matière de direction préférentielle selon la catégorie « courtier » du flux d'ordres

Le registre va comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Visible / Caché	N° de courtier public	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
<i>NBBO protégé</i>						10,00	10,05
TSX	1	Caché	1	10:00:01	2 000	10,025	
TSX	2	Caché	1	10:00:07	1 000	10,01	
TSX	3	Visible	29	10:00:05	400	10,00	
TSX	4	Visible	6	10:00:06	500	10,00	

Activité : Réception de l'ordre 5 – saisie par le courtier 1 d'un ordre IOC marqué SDL Plus pour la vente de 5 000 actions à 10,00 \$ (le courtier sous-jacent est le courtier 6).

Résultat : Appariement de l'ordre 5 avec l'ordre 1 pour 2 000 actions à 10,025 \$ et avec l'ordre 2 pour 1 000 actions à 10,01 \$; annulation de la tranche restante pour 2 000 actions; aucun appariement avec l'ordre 4 visible dans la catégorie d'attribution « courtier » de la direction préférentielle du flux d'ordres puisque les deux côtés ne sont pas attribués publiquement au courtier 6.

Exemple 3 : TBB (meilleur cours acheteur à la TSX) moins avantageux que le NBB protégé

Le registre va comme suit :

	N° de réf. de l'ordre	Visible / Caché	N° de courtier public	Heure inscrite	Volume	Cours acheteur	Cours vendeur
<i>NBBO protégé</i>						10,00	10,05
TSX	1	Caché	1	10:00:01	2 000	10,025	
TSX	2	Caché	1	10:00:07	1 000	10,00	
TSX	3	Visible	51	10:00:07	1 000	9,99	
TSX	4	Visible	6	10:00:08	500	9,99	

Activité : Réception de l'ordre 5 – saisie par le courtier 6 d'un ordre IOC marqué SDL Plus pour la vente de 7 000 actions à 9,99 \$.

Résultat : Appariement de l'ordre 5 avec l'ordre 1 pour 2 000 actions à 10,025 \$; annulation de la tranche restante de 5 000 actions; aucun appariement avec l'ordre 2, le meilleur cours acheteur visible à la TSX étant moins avantageux que le NBB protégé de sorte que l'ordre SDL Plus ne peut être apparié qu'avec des ordres cachés en attente offrant une amélioration du cours; aucun appariement avec les ordres 3 et 4 pour la même raison.