

AVIS DE PROJET DE MODIFICATION ET SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

TSX INC.

TSX Inc. (la « **Bourse** ») publie le présent avis de projet de modification et de sollicitation de commentaires conformément au processus d'examen et d'approbation des règles et à l'information contenue dans l'Annexe 21-101A1 et ses annexes, relativement à certains changements visant à modifier la méthode de réévaluation du prix de certains types d'ordres cachés à la TSX DRK, comme décrit ci-après (les « **modifications** »).

Les participants au marché sont invités à transmettre leurs commentaires, par écrit, d'ici le 20 janvier 2025 à la personne suivante :

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

Un exemplaire doit également être expédié à :

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

Les commentaires seront rendus accessibles au public à moins que leur confidentialité ne soit demandée. Si aucune question d'ordre réglementaire n'est soulevée dans le cadre de l'examen par le personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « **CVMO** »), un avis attestant l'approbation de la CVMO sera publié.

Contexte, résumé et motifs à l'appui des modifications

Les activités de négociation au Canada sont régies par les Règles universelles d'intégrité du marché (les « **RUIM** »), qui sont administrées et mises en application par l'Organisme canadien de réglementation des investissements. Le paragraphe 6.6 des RUIM – *Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible* prévoit qu'un ordre saisi sur une place de marché peut être exécuté à titre d'ordre caché, dans la mesure où l'ordre saisi par un participant est exécuté à un « meilleur cours », à moins que l'ordre atteigne un certain volume ou seuil de valeur, ou qu'il soit exclu du plan d'application de la règle. Selon la définition des RUIM, « meilleur cours » s'entend d'un cours :

- (a) inférieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours vendeur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'un achat; toutefois, si le meilleur cours acheteur

est inférieur de un échelon de cotation au meilleur cours vendeur, le cours doit être inférieur d'au moins un demi-échelon de cotation;

- (b) supérieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours acheteur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'une vente; toutefois, si le meilleur cours vendeur est supérieur de un échelon de cotation au meilleur cours acheteur, le cours doit être supérieur d'au moins un demi-échelon de cotation.

Le paragraphe 6.1 des RUIIM prévoit les échelons de cotation. Ces échelons, qui dépendent du cours de la valeur concernée, sont les suivants :

Cours du titre	Échelon de cotation
Moins de 0,50 \$	Un demi-cent (0,005 \$)
0,50 \$ ou plus	Un cent (0,01 \$)

Aux termes des RUIIM, lorsque l'écart (soit la différence entre le cours acheteur et le cours vendeur, ou vice versa) : i) dépasse un échelon de cotation, la définition de « meilleur cours » exige une amélioration du cours d'au moins un échelon de cotation; ii) équivaut à un échelon de cotation, la définition de « meilleur cours » exige une amélioration du cours d'au moins un demi-échelon de cotation.

Par exemple :

- Si le cours acheteur est de 1 \$ et que le cours vendeur est de 1,10 \$, le prix s'est amélioré et s'établit à 1,09 \$. En effet, comme le cours du titre dépasse 0,50 \$ et que l'écart dépasse un échelon de cotation, le prix amélioré est inférieur de un échelon de cotation (soit inférieur de 0,01 \$).
- Si le cours acheteur est de 0,25 \$ et que le cours vendeur est de 0,255 \$, le prix s'est amélioré et s'établit à 0,2525 \$. En effet, comme le cours du titre est inférieur à 0,50 \$ et que l'écart est de un échelon de cotation, le prix amélioré est inférieur de un demi-échelon de cotation (soit inférieur de la moitié de 0,005 \$).

Par contraste, cette méthode diffère de la méthode actuelle applicable à certains types d'ordres cachés à la TSX DRK, où, dans certaines circonstances, les ordres sont toujours réévalués de un échelon de cotation complet, quelle que soit l'importance de l'écart. En raison de cette méthode actuelle (soit la réévaluation à un échelon de cotation, quelle que soit l'importance de l'écart), lorsque l'écart se situe à un échelon de cotation, les ordres cachés qui pourraient être négociés avec des ordres de moindre importance¹ ne seront pas exécutés parce qu'ils ne seront

¹ Le paragraphe 6.6 des RUIIM permet l'exécution d'un ordre contre un ordre caché à un cours autre que le « meilleur cours », en fonction du volume et de la valeur de cet ordre. Selon le paragraphe 6.6 des RUIIM, aux fins du présent avis, un « ordre de petite taille » est un ordre qui n'est pas un « ordre de grande taille », et un « ordre

pas réévalués. Cependant, les modifications proposées visent à modifier le mécanisme de réévaluation de ces types d'ordres en question afin de permettre des améliorations du cours de un demi-échelon de cotation.

De même, la méthode actuelle applicable à certains types d'ordres cachés à la TSX DRK prévoit que, pour certains ordres de grande ou de petite taille assortis d'un écart d'au moins deux échelons de cotation, l'exécution se produira à la limite pour les ordres passifs. Bien qu'il s'agisse d'une pratique permise en vertu du paragraphe 6.6 des RUIIM, nous sommes d'avis que les participants pourraient préférer que les ordres passifs bénéficient aussi de l'amélioration du cours. Les modifications proposées visent également à modifier le mécanisme de réévaluation applicable à certains types d'ordres cachés afin de permettre une amélioration de un échelon de cotation (conformément aux RUIIM) lorsque l'écart est d'au moins deux échelons de cotation. Par conséquent, les modifications viseront à permettre au côté passif de bénéficier de l'amélioration du cours de certains ordres de grande et de petite taille.

Au Canada, la plupart des titres liquides affichent habituellement de faibles écarts. Notre analyse révèle qu'environ 85 % de tous les ordres cachés à la TSX DRK² sont des ordres de petite taille lorsque l'écart est de un échelon de cotation. Les modifications visent à affiner nos pratiques de négociation sur le marché opaque afin de les harmoniser avec les besoins du marché et les cadres réglementaires. La mise en œuvre des améliorations du cours de un demi-échelon de cotation, comme proposé dans le cadre des modifications, devrait permettre d'augmenter la probabilité d'appariement des ordres de petite taille et, ainsi, les taux d'exécution et la liquidité globale du marché.

Les tableaux ci-dessous présentent un aperçu des types d'ordres touchés et leur mécanisme actuel à la TSX DRK, de même que leur mécanisme proposé selon les modifications lorsque l'écart est de un échelon de cotation.

TSX DRK

TSX DRK	Si l'écart du NBBO (meilleur cours acheteur et vendeur national) est de un échelon de cotation	
	Mécanisme actuel (Concurrentiel)	Mécanisme proposé (Concurrentiel)
Ordre de petite taille / ordre de grande taille	NBBO de un échelon	En attente à
Ordre caché dont le cours n'est pas fixé (à cours limité ou au cours du marché)	Réévaluation de un échelon de cotation	Un demi-échelon

de grande taille » est un ordre i) qui vise plus de 50 unités de négociation standard et est assorti d'une valeur supérieure à 30 000 \$, ou ii) est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$.

² Les données de TSX DRK regroupent les émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX.

Ordre à cours fixé selon le marché	Réévaluation de un échelon de cotation	Un demi-échelon
Ordre <i>Provide Dark Liquidity</i> (« PDL ») dont le cours n'est pas fixé (à cours limité ou au cours du marché)	Réévaluation de un échelon de cotation	Un demi-échelon
Ordre assorti des conditions MIS/MQTY	Réévaluation de un échelon de cotation	Un demi-échelon

Le tableau ci-dessous présente un aperçu des types d'ordres touchés et leur mécanisme actuel à la TSX DRK, de même que leur mécanisme proposé selon les modifications lorsque l'écart est d'au moins deux échelons de cotation.

TSX DRK

TSX DRK	Si l'écart du NBBO (meilleur cours acheteur et vendeur national) est d'au moins deux échelons de cotation	
	(Concurrentiel)	
	Mécanisme actuel	Mécanisme proposé
Ordre de petite taille / ordre de grande taille	Si le NBBO est d'au moins deux échelons de cotation	En attente à
Ordre caché dont le cours n'est pas fixé (à cours limité ou au cours du marché)	À la limite	Réévaluation de un échelon de cotation
Ordre assorti des conditions MIS/MQTY	À la limite	Réévaluation de un échelon de cotation
Ordre <i>Provide Dark Liquidity</i> (« PDL ») dont le cours n'est pas fixé (à cours limité ou au cours du marché)	À la limite	Réévaluation de un échelon de cotation

Prière de voir ci-dessous des exemples de la méthode de réévaluation proposée utilisant un ordre PDL assorti d'un cours limite.

Méthode proposée – exemple n° 1 : Ordre PDL de grande taille à cours limité (scénario d'écart de un échelon de cotation)

NBBO protégé	Meilleur cours acheteur national (« NBB »)	Meilleur cours acheteur et vendeur national (« NBBO »)
		10
Étape 1	Ordre d'achat entrant de grande taille à cours limité à 10,01	
Étape 2	À sa saisie, l'ordre balaie le registre des ordres cachés jusqu'à 10,01 (aucun appariement)	

NBBO protégé	Meilleur cours acheteur national (« NBB »)	Meilleur cours acheteur et vendeur national (« NBBO »)
		10
Étape 3	L'ordre est inscrit au registre des ordres cachés à 10,005 (soit la réévaluation de un demi-échelon de cotation proposée)	
Étape 4	Ordre de vente entrant de grande taille à cours limité à 10,00	
Étape 5	L'ordre à la saisie sera apparié avec l'ordre d'achat inscrit au registre à 10,005, entraînant ainsi une opération dont les deux ordres bénéficient d'une amélioration du cours.	

Méthode proposée – exemple n° 2 : Ordre PDL de petite taille à cours limité (scénario d'écart de un échelon de cotation)

NBBO protégé	Meilleur cours acheteur national (« NBB »)	Meilleur cours acheteur et vendeur national (« NBBO »)
		11
Étape 1	Ordre d'achat entrant de petite taille à cours limité à 11,01	
Étape 2	À sa saisie, l'ordre balaie le registre des ordres cachés jusqu'à 11,005 (aucun appariement)	
Étape 3	L'ordre est inscrit au registre des ordres cachés à 11,005 (soit la réévaluation de un demi-échelon de cotation proposée)	
Étape 4	Ordre de vente entrant de petite taille à cours limité à 11,00	
Étape 5	L'ordre à la saisie sera apparié avec l'ordre d'achat inscrit au registre à 11,005, entraînant ainsi une opération dont les deux ordres bénéficient d'une amélioration du cours.	

Méthode proposée – exemple n° 3 : Ordre PDL de grande taille à cours limité (scénario d'écart de deux échelons de cotation)

NBBO protégé	Meilleur cours acheteur national (« NBB »)	Meilleur cours acheteur et vendeur national (« NBBO »)
		10
Étape 1	Ordre d'achat entrant de grande taille à cours limité à 10,02	
Étape 2	À sa saisie, l'ordre balaie le registre des ordres cachés jusqu'à 10,02 (aucun appariement)	
Étape 3	L'ordre est inscrit au registre des ordres cachés à 10,01 (soit la réévaluation de un échelon de cotation proposée)	
Étape 4	Ordre de vente entrant de grande taille à cours limité à 10,00	
Étape 5	L'ordre à la saisie sera apparié avec l'ordre d'achat inscrit au registre à 10,01, entraînant ainsi une opération dont les deux ordres bénéficient d'une amélioration du cours.	

Nous sommes d'avis que la structure proposée peut contribuer à accroître la liquidité, à réduire les occasions de négociation ratées et à assurer un flux continu d'opérations, en particulier dans les marchés qui présentent couramment de faibles écarts.

Puisque la définition de « meilleur cours » des RUIIM prévoit déjà qu'un ordre soit exécuté après avoir été apparié à un ordre caché à une amélioration du cours de un demi-échelon de cotation lorsque l'écart est de un échelon de cotation, et une amélioration du cours de un échelon de cotation lorsque l'écart est d'au moins deux échelons de cotation, les modifications ne dévient pas des principes fondamentaux d'établissement du cours et d'équité du marché.

Analyse des incidences

(i) Incidence sur le marché

La Bourse prévoit que les modifications auront une incidence positive sur la structure du marché ainsi que sur les membres, les investisseurs, les émetteurs et les marchés financiers. La Bourse est d'avis que les modifications sont justes et raisonnables et qu'elles ne créeront pas d'obstacles à l'accès.

La Bourse s'attend à ce que les modifications améliorent la liquidité du marché et l'exécution des opérations.

(ii) Incidence sur la conformité aux lois sur les valeurs mobilières applicables

Les modifications n'auront pas d'incidence sur le respect par la Bourse des lois sur les valeurs mobilières applicables et, plus particulièrement, sur le respect de l'obligation d'offrir un accès équitable et de maintenir des marchés équitables et ordonnés. Comme indiqué ci-dessus, la Bourse est d'avis que les modifications contribueront au maintien de marchés équitables et ordonnés.

(iii) Incidence sur la clientèle et les fournisseurs de services

Les clients n'auront pas à mettre à niveau leur mode de routage et leurs stratégies de négociation afin de prendre en compte des modifications. Les clients ne sont pas tenus de faire des changements de nature technique afin de prendre en compte les modifications.

Consultations tenues en vue de formuler les modifications

Afin de formuler les modifications, la Bourse a respecté son processus de gouvernance interne, lequel comprend l'approbation des membres de la direction pertinents et la consultation de tous les groupes internes concernés à la Bourse.

Autres possibilités étudiées

Aucune autre possibilité n'a été étudiée.

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

Les modifications existent dans d'autres marchés opaques au Canada à l'heure actuelle et respectent les obligations liées à l'amélioration du cours dans le cadre des RUIM.

Échéancier

Sous réserve de l'obtention de l'approbation des autorités de réglementation et de l'état de préparation de sa clientèle, la Bourse compte mettre en œuvre les modifications proposées au premier trimestre de 2025.