

CIRCULAIRE 176-18

Le 9 novembre 2018

(Mise à jour **le 15 janvier 2019**)¹

FOIRE AUX QUESTIONS AUTO-APPARIEMENT DES ORDRES ET OPÉRATIONS FICTIVES (ARTICLE 7.5²)

La Division de la réglementation de la Bourse de Montréal Inc. (la « Division ») doit souvent répondre à des questions sur l'auto-appariement des ordres visant à déterminer si ce genre d'opération doit être considéré comme une opération fictive, à savoir une pratique de négociation manipulatrice ou trompeuse, conformément à l'article 7.5 des Règles de la Bourse de Montréal (la « Bourse »).

La présente circulaire a pour but de répondre à une série de questions posées fréquemment à ce sujet et ainsi d'orienter les participants agréés de la Bourse en matière de réglementation. Cette foire aux questions (la « FAQ ») a été mise au point en consultation avec les membres du Groupe des usagers de la Division.

1. Qu'est-ce qu'une opération fictive?

Il s'agit d'une pratique de négociation trompeuse dans le cadre de laquelle une opération ou une série d'opérations peuvent donner faussement l'impression aux participants au marché que des achats et des ventes ont été effectués ou qu'un instrument dérivé est négocié dans un marché liquide et actif. Les opérations fictives minent la confiance à l'égard des mécanismes du marché facilitant l'établissement des cours et constituent une grave violation de l'article 7.5 des Règles de la Bourse qui interdit les pratiques de négociation manipulatrices et trompeuses.

Une opération fictive implique des ordres ou des opérations simultanées ou quasi simultanées d'un même instrument, au même cours ou à un cours similaire, pour le même propriétaire réel ou les comptes du même propriétaire réel ou les comptes qui sont sous la direction ou le contrôle de la même personne. Les corporations affiliées et les filiales des participants agréés peuvent être considérées comme ayant le même propriétaire réel pour déterminer si une opération fictive a eu lieu³.

Les cas non intentionnels et isolés d'appariement d'ordres d'achat et de vente, que ce soit par accident ou par mégarde, pourraient ne pas être considérés comme des opérations fictives. Cependant, les participants agréés et les personnes approuvées qui saisissent fréquemment des

¹ Mise à jour effectuée pour modifier les références aux Règles de la Bourse suite à la publication de la nouvelle version des règles, en vigueur le 1 janvier 2019

² Précédemment l'article 6306

³ Se reporter à l'article 1.103 *Corporations affiliées et filiales*. Aux fins des Règles de la Bourse, le terme « corporations affiliées et filiales » renvoie aux situations suivantes : [...] une personne, autre qu'une corporation, sera présumée être propriétaire réel des Valeurs Mobilières détenues par une corporation contrôlée par elle ou par une affiliée de cette corporation; e) une corporation sera présumée détenir à titre de propriétaire réel des Valeurs Mobilières qui sont détenues par ses affiliées.

ordres dans les sens opposés du marché et qui sont susceptibles d'auto-appariement doivent mettre en place un mécanisme destiné à empêcher ou à réduire le risque d'appariement de leurs propres ordres d'achat et de vente (se reporter à la question 12 ci-après).

2. La version amendée de l'article 7.5 des Règles de la Bourse est entrée en vigueur le 30 octobre 2017. L'article fait désormais mention des « opérations fictives ». Quelles sont les raisons qui ont motivé cette modification?

Les modifications apportées à l'article 7.5 avaient pour but d'accroître le degré de certitude des participants au marché quant aux diverses pratiques de négociation interdites et d'éclaircir la norme de responsabilité applicable à ces pratiques (consulter la [circulaire 033-17](#)).

Selon l'article 7.5 des Règles de la Bourse :

*« Nulle Personne ne doit directement ou indirectement, **que ce soit délibérément, par insouciance ou par aveuglement volontaire**, se livrer à une pratique de négociation manipulatrice ou trompeuse sur le marché de la Bourse. **Tout ordre doit être saisi dans le but d'exécuter des Opérations véritables.***

Les pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses qui sont interdites comprennent notamment :

- a) la manipulation du cours d'un Produit Inscrit;*
- b) **la saisie d'un ordre ou l'exécution d'une Opération :***
 - i) afin de tromper d'autres participants au marché;*
 - ii) afin de surcharger, de retarder ou de perturber les systèmes de la Bourse ou d'autres participants au marché;*
 - iii) afin de perturber le déroulement ordonné de la négociation ou l'exécution équitable des Opérations;*
 - iv) **afin d'effectuer une Opération fictive** ou de complaisance, un transfert de fonds illégitime ou toute autre forme de négociation frauduleuse; ou*
 - v) en vue de transférer des fonds, des actifs ou des passifs en contravention des exigences légales ou réglementaires.*

Selon l'article 7.5 des Règles de la Bourse, « tout ordre doit être saisi dans le but d'exécuter des opérations véritables ». La saisie d'un ordre ou l'exécution d'une opération dans le but de réaliser une opération fictive signifie des opérations non véritables.

La notion d'« opération fictive » comprend aussi une forme d'intention ou de connaissance (« que ce soit délibérément, par insouciance ou par aveuglement volontaire »), qu'il s'agisse d'une action isolée ou récurrente.

Les participants agréés et les personnes approuvées ne doivent pas passer d'ordres ni exécuter d'opérations dans le but d'éviter de prendre une position de marché véritable exposée à un risque lié au marché ou à l'exécution. De même, les participants agréés et les personnes approuvées ne doivent pas accepter d'ordres d'achat ou de vente pour le même propriétaire réel ou les comptes du même propriétaire réel ou les comptes qui sont sous la direction ou le contrôle de la même personne (se reporter à la question 5 ci-après).

Un participant agréé ou une personne approuvée pourra être réputé avoir effectué une opération fictive si le participant agréé ou la personne approuvée savait ou aurait dû raisonnablement savoir que :

- 1) des ordres visant l'achat et la vente du même instrument dérivé sont saisis sur le marché de la Bourse;
- 2) ces ordres sont effectués pour un compte ou des comptes qui appartiennent au même propriétaire réel ou qui sont sous la direction ou le contrôle de la même personne;
- 3) ces ordres pourraient être auto-appariés.

L'ensemble des circonstances et des faits pertinents seront contemplés pour déterminer s'il s'agit d'un geste intentionnel ou d'un cas d'insouciance ou d'aveuglement volontaire quant à la violation potentielle de l'article 7.5 des Règles de la Bourse. Sans s'y limiter, les connaissances, l'expérience et les compétences de la personne visée constituent des éléments d'information pertinents. De même, les explications de la personne qui a exécuté les opérations, les demandes de renseignements effectuées à l'interne (propriétaire réel du compte ou des comptes à l'égard desquels les ordres ont été saisis, annulation des ordres auto-appariés) ainsi que la situation des marchés au moment de la saisie des ordres seront pris en considération.

3. En quoi une opération fictive se distingue-t-elle de l'auto-appariement?

L'auto-appariement constitue de l'appariement d'ordres visant un même instrument dérivé au même prix, ou à un prix similaire, pour le même propriétaire réel ou les comptes du même propriétaire réel et qui donne lieu à l'établissement d'une opération.

Les parties à l'opération doivent pouvoir démontrer un processus décisionnel indépendant relatif à leurs ordres respectifs et qu'il existe un objectif commercial véritable pour chacun des parties à l'opération. Si cela s'avère impossible, l'appariement de ses propres ordres peut être considéré comme une opération fictive.

Dans le cas où un participant agréé est incapable de fournir de telles informations à la Bourse, il pourrait être justifié de conclure qu'une opération fictive a été effectuée d'une manière intentionnelle.

4. Les opérations fictives ne concernent-elles que les opérations sans changement de propriétaire réel?

Non. En plus de la notion de « même propriétaire réel », une opération fictive peut également survenir dans des comptes dont les propriétaires réels sont différents, mais qui sont sous la direction ou le contrôle de la même personne.

Par « direction ou contrôle des comptes », on entend l'intérêt dans les comptes ou l'autorité de négociation à l'égard de ceux-ci dans le contexte de la prise de décision de placement. Par exemple, un client (le propriétaire réel) peut avoir accordé le « contrôle » de ses comptes à un directeur de comptes qui est chargé de prendre toutes les décisions de placement de façon discrétionnaire.

5. Est-ce que des ordres d'achat et de vente simultanés peuvent être saisis par la même personne approuvée pour des comptes ayant le même propriétaire réel et pour le même instrument, le même mois d'échéance ou la même série d'options?

Afin d'éviter tout risque d'opération fictive, une personne approuvée devrait saisir son ordre puis attendre qu'il soit entièrement exécuté avant d'en saisir un deuxième. Prévoir un délai entre les saisies d'ordre d'achat et de vente pourrait également constituer une façon de faire. Toutefois, cela n'empêchera pas nécessairement l'auto-appariement d'ordres.

Dans ces circonstances, une preuve de l'heure de la saisie d'ordres sera exigée afin de fournir une piste de vérification claire quant à la saisie des ordres.

6. L'exécution d'opérations en bloc entre différents comptes ayant le même propriétaire réel viole-t-elle l'interdiction d'effectuer des opérations fictives?

Les opérations en bloc sont des opérations préarrangées qui sont permises pour certains instruments dérivés seulement et pour une quantité équivalente ou supérieure aux seuils de volume minimal.

Avant d'effectuer une opération en bloc, ou tout autre type d'ordre, le participant agréé ou la personne approuvée doit déployer des efforts raisonnables pour identifier le propriétaire réel lié à l'opération. Si les ordres sont liés à un compte omnibus, le participant agréé ou la personne approuvée doit déterminer si les ordres sont associés à des comptes de différents clients à l'intérieur du compte omnibus. En l'absence d'autres éléments de nature suspecte, il pourrait suffire d'obtenir un énoncé écrit ou une déclaration vérifiable émanant de l'entité qui maintient le compte omnibus stipulant que de tels ordres sont passés pour des clients différents du compte omnibus

7. Y a-t-il violation de l'interdiction d'opération fictive lorsque des ordres d'achat et de vente pour des comptes ayant le même propriétaire réel sont passés et auto-appariés par des décideurs indépendants?

Dans le cas de saisies d'ordres qui donnent lieu à un auto-appariement, l'exécution des ordres pourrait ne pas constituer une violation de l'interdiction d'effectuer des opérations fictives si les décisions quant à la saisie des ordres ont été prises de manière indépendante ou par des décideurs indépendants, et si ces décisions ont été prises dans l'intention d'exécuter des opérations véritables.

Néanmoins, les participants agréés et les personnes approuvées devraient savoir que les opérations découlant d'ordres auto-appariés sont étroitement surveillées par la Division et donc assujetties à un contrôle réglementaire accru. Les parties à l'opération doivent pouvoir démontrer que les décisions relatives à leurs ordres respectifs ont été prises de façon indépendante et qu'ils ont agi de bonne foi.

8. Peut-on conclure à la violation de l'article 7.5 des Règles de la Bourse lorsque des ordres passés de façon indépendante provenant de différents courtiers d'une même firme de négociation pour compte propre font l'objet d'un appariement?

Les ordres d'un participant agréé qui effectue des opérations de négociation pour compte propre pour lesquelles plusieurs courtiers prenant leurs décisions de négociation indépendamment des autres saisissent des ordres pour le compte du participant agréé (un compte ou plus) pourraient être appariés entre eux. Si ces ordres font l'objet d'un appariement involontaire et fortuit entre eux, l'éventualité d'une opération fictive pourrait être exclue. Pour être considéré involontaire, il faut que ces ordres soient saisis par différents courtiers prenant leurs décisions indépendamment les uns des autres et qu'ils visent à exécuter des opérations véritables. Ces opérations ne doivent pas être préarrangées et les ordres doivent être saisis sans connaître la teneur des ordres passés par les autres courtiers.

De même, l'éventualité d'une opération fictive pourrait être exclue si, au sein de groupes de négociation distincts, des ordres générés par des algorithmes exploités et contrôlés par des courtiers entièrement indépendants faisaient l'objet d'un appariement involontaire et fortuit entre eux, pourvu que les groupes de négociation ignorent la teneur des ordres et des algorithmes des autres groupes.

9. Peut-on conclure à la violation de l'article 7.5 des Règles de la Bourse lorsque des ordres passés par un ou plusieurs systèmes de négociation automatiques exploités ou contrôlés par la même personne ou le même groupe de négociation font l'objet d'un appariement entre eux?

Les participants agréés ont la responsabilité de surveiller leurs opérations de négociation, que celles-ci soient effectuées de façon manuelle ou automatique.

On peut parler d'opérations fictives lorsque des ordres d'achat ou de vente générés par un ou plusieurs algorithmes ou systèmes sont susceptibles de faire l'objet d'un appariement entre eux d'une manière qui n'est pas fortuite. Il est recommandé que la personne ou le groupe de négociation responsable de l'utilisation de l'algorithme modifie ses stratégies de négociation ou que cette personne ou ce groupe utilise un mécanisme qui empêche ou réduit l'éventualité d'auto-appariement des ordres. Autrement, si l'auto-appariement de ces ordres est récurrent, les opérations visées peuvent être considérées comme étant des opérations fictives.

10. Lorsqu'un auto-appariement non fortuit peut être considéré comme une violation de l'interdiction d'opérations fictives, un seuil est-il prescrit à cet égard?

Non, aucun seuil n'est prescrit. Il est attendu à ce que les participants agréés utilisent un système conçu de telle façon qu'ils puissent raisonnablement prévenir ou atténuer l'éventualité, et la matérialisation d'ordres faisant l'objet d'un auto-appariement (voir l'article 3.100⁴ des Règles de la Bourse). La fréquence des auto-appariements doit être évaluée principalement dans le contexte des activités du courtier, du groupe de négociation ou de l'algorithme relativement aux opérations et au volume de l'instrument négocié.

11. La Division accorde-t-elle des dispenses de minimis pour des ordres faisant l'objet d'un auto-appariement?

Non. La Division n'accorde aucune dispense du genre pour les ordres faisant l'objet d'un auto-appariement. Il est attendu à ce que les participants agréés modifient leurs stratégies de négociation ou mettent en œuvre des mécanismes visant à prévenir ou à atténuer l'éventualité d'ordres faisant l'objet d'auto-appariement.

12. Quels mécanismes sont offerts aux participants agréés pour prévenir ou atténuer l'éventualité d'ordres faisant l'objet d'un auto-appariement?

Pour ce qui est de prévenir les ordres faisant l'objet d'un auto-appariement, il faut s'assurer de l'absence de toute apparence d'opérations potentiellement manipulatrices. Le 10 juillet 2015, la Bourse a mis à la disposition de tous les participants agréés un mécanisme anti-opération fictive. Ce mécanisme permet aux participants agréés d'intégrer une identification anti-opération fictive à leurs ordres et, par conséquent, d'empêcher ou de limiter l'éventualité d'appariement involontaire par les firmes et leurs clients de leurs propres cours ou ordres en attente.

Afin de tirer avantage de ce mécanisme, les participants agréés doivent communiquer avec leur fournisseur de logiciel indépendant ou intégrer ce mécanisme à leur propre système de gestion des ordres.

⁴ Précédemment l'article 3011

13. Peut-on conclure à une violation de l'article 7.5 des Règles de la Bourse lorsque des ordres font l'objet d'un auto-appariement en raison des limites du mécanisme anti-opération fictive fourni par la Bourse?

Il est attendu à ce que les participants agréés modifient leurs stratégies de négociation ou qu'ils mettent en œuvre des mécanismes visant à prévenir ou à atténuer l'éventualité d'ordres faisant l'objet d'un auto-appariement. Dans les cas où l'auto-appariement d'ordres est attribuable aux limites du mécanisme anti-opération fictive fourni par la Bourse, il est possible que les participants agréés ne soient pas considérés comme étant en violation de l'interdiction d'opération fictive.

14. À la lumière de l'article 7.5, quelles mesures un participant agréé peut-il prendre pour réduire le risque d'effectuer une opération fictive?

Les participants agréés sont tenus de surveiller les activités de négociation de leurs employés ou clients, y compris les algorithmes utilisés dans le cadre des opérations de négociation. En conséquence, ils doivent être en mesure de prouver l'indépendance des courtiers, des groupes de négociation ou algorithmes et doivent disposer de politiques et procédures destinées à empêcher que les courtiers aient accès aux ordres d'autrui ou puissent être informés de ces ordres.

Si l'on peut conclure que l'appariement d'ordres n'est pas fortuit, même s'il s'agit d'opérations véritables, il est attendu à ce que les participants agréés modifient leurs stratégies de négociation ou mettent en place un mécanisme conçu pour prévenir et réduire de manière raisonnable leur fréquence.

Il pourrait également être conclu qu'un participant agréé ou une personne approuvée a effectué une opération fictive si des efforts raisonnables n'ont pas été déployés afin d'obtenir l'information nécessaire concernant le propriétaire réel des ordres avant leur exécution. Tout manquement quant à l'obtention de l'information utile pourrait permettre de conclure à une insouciance ou à un aveuglement volontaire de la part du participant agréé (ou de la personne approuvée). Par conséquent, il est attendu à ce que les participants agréés et les personnes approuvées soient en mesure de fournir davantage d'information au sujet des ordres auto-appariés lorsque (i) la Division en fait la demande, ou (ii) ils signalent une violation possible aux termes de l'article 3.105⁵ des Règles de la Bourse. Plus précisément, ils doivent être en mesure de fournir une explication détaillée du processus décisionnel de chacun des ordres, ainsi que de la logique commerciale permettant de justifier qu'il s'agit d'ordres passés de bonne foi.

Pour obtenir plus de renseignements, veuillez communiquer avec la Division de la réglementation de la Bourse par téléphone, au 514 787-6530 ou sans frais au 1 800 361-5353, poste 46530, ou par courriel à info.mxr@tmx.com.

Julie Rochette
Vice-présidente et chef de la réglementation
Bourse de Montréal Inc.

⁵ Précédemment l'article 4002