



**CIRCULAR 160-25**

December 5, 2025

**BOURSE DE MONTRÉAL INC.**

**DISCIPLINARY DECISION (TRANSLATION)**

**BMO NESBITT BURNS INC. AND FRANCO CARELLI**

On October 31, 2025, the Regulatory Division of Bourse de Montréal Inc. published the original decision rendered in English by a Disciplinary Committee on October 29, 2025 following a hearing concerning disciplinary complaints against BMO Nesbitt Burns Inc. and Mr. Franco Carelli (see Circular [136-25](#)).

The translated decision of the Disciplinary Committee is attached.

For further information, please contact the Legal Affairs of the Regulatory Division of the Bourse by email at [mxrlegal@tmx.com](mailto:mxrlegal@tmx.com) .

**CANADA**  
**PROVINCE DE QUÉBEC**  
**Dossier n° EN-DC-23005**

L'affaire opposant :

BMO Nesbitt Burns Inc. (« **BMONBI** »), participant agréé de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** »)

- et -

Franco Carelli, ancienne personne approuvée de la Bourse (« **M. Carelli** »)

---

## DÉCISION

---

### A. INTRODUCTION

1. L'audience en l'espèce a eu lieu les 2, 3, 4, 5 et 6 juin, les parties ayant demandé que le nom du client de BMONBI et de Franco Carelli (parfois dénommés collectivement ci-après les « **intimés** ») impliqué dans cette affaire soit tenu confidentiel dans la décision du Comité de discipline (le « **Comité** »). Par conséquent, ledit client sera dénommé le « **client** » et les noms de ses représentants impliqués dans les opérations en question seront également tenus confidentiels.
2. Les deux plaintes dans cette affaire découlent d'une série d'opérations de couverture effectuées par M. Carelli pour le compte de BMONBI, son employeur, le 19 mars et le 31 mai 2019, la Bourse ayant accusé M. Carelli de devancement d'opérations en vertu de l'article 7.6 des règles de la Bourse, tandis que BMONBI a été accusée de devancement d'opérations, ainsi que de six autres chefs d'accusation, lesquels sont précisés ci-dessous.
3. Les personnes suivantes ont témoigné à l'audience :
  - a) Sylvain Lambert, enquêteur pour la Division de la réglementation de la Bourse (« **M. Lambert** »);
  - b) David Moore, chef de la conformité à BMONBI (« **M. Moore** »);
  - c) Franco Carelli, fournisseur de liquidité pour BMONBI (« **M. Carelli** »);
  - d) James J. Angel, expert (« **M. Angel** »);
  - e) Naresh Tejpal, expert (« **M. Tejpal** »).
4. Les renvois aux pièces jointes sont désignés par la lettre « E », suivie du numéro de la pièce.
5. Les plaintes en l'espèce contre les intimés sont les suivantes.

## FRANCO CARELLI

1. Le 19 mars 2019 et le 31 mai 2019, Franco Carelli a contrevenu à l'article 7.6 – « Devancer une Opération » des règles de la Bourse (les « **Règles** »), car il a pris avantage d'un ordre d'un client en réalisant des opérations avant ledit ordre, et a effectué des opérations en se basant en totalité ou en partie sur des informations privilégiées concernant des Opérations imminentes sur des titres, des Options ou des Contrats à Terme et qui étaient susceptibles d'avoir une incidence sur les cours d'autres titres, options ou contrats à terme.

En raison des allégations susmentionnées, Franco Carelli fait l'objet d'une plainte disciplinaire aux termes de l'article 4.200 des Règles et des sanctions prévues à l'article 4.400 des Règles.

## BMONBI

1. Le 19 mars 2019 et le 31 mai 2019, BMONBI a contrevenu à l'article 7.6 – « Devancer une Opération » des règles de la Bourse (les « **Règles** »), car elle a pris avantage d'un ordre d'un client en réalisant des opérations avant ledit ordre, et a effectué des opérations en se basant en totalité ou en partie sur des informations privilégiées concernant des Opérations imminentes sur des titres, des Options ou des Contrats à Terme qui risquaient d'affecter les cours de tout autre titre, Option ou Contrat à Terme;

2. Le 19 mars 2019 et le 31 mai 2019, BMONBI a contrevenu à l'article 7.3 – « Obligation de meilleure exécution » des Règles, car elle n'a pas diligemment exécuté l'ordre d'un client selon les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues compte tenu des circonstances liées à l'opération ou à la stratégie de négociation et des conditions du marché au moment de l'opération;

3. Le 19 mars 2019 et le 31 mai 2019, BMONBI a contrevenu à l'article 6.202 – « Négociation contre l'ordre d'un client (application) », aux sous-alinéas (b) ii) et iii) de l'article 6.205 – « Opérations préarrangées » et à l'article 6.114 – « Priorité des ordres » des Règles, car BMONBI a exécuté sciemment une opération sur contrats à terme contre l'ordre d'un client pour son propre compte, mais n'a pas saisi l'ordre du client en premier dans le système de négociation électronique, n'a pas donné la priorité à un ordre d'un client et n'a pas exposé l'ordre du client au marché pendant la durée minimale prescrite par les Règles;

4. Le 19 mars 2019 et le 31 mai 2019, BMONBI a contrevenu à (...) l'article 6.115 – « Identification des ordres » des Règles, car elle ne s'est pas assurée de l'identification correcte des ordres lors de leur saisie dans le système de négociation (ordre pour le compte client et ordre pour le compte de la firme) (...);

5. Entre le 19 mars 2019 et le 10 octobre 2019, BMONBI a contrevenu à l'article 3.100 – « Supervision, surveillance et conformité » des Règles, car elle n'a pas établi et maintenu un système lui permettant de surveiller les activités de chacun de ses employés et personnes approuvées conçu pour assurer de manière raisonnable que les Règles soient respectées, plus précisément parce qu'elle ne disposait pas d'un système de surveillance raisonnablement conçu pour empêcher ou détecter le devancement d'opérations par ses personnes approuvées et ses employés;

6. Le 19 mars 2019 et le 31 mai 2019, BMONBI a contrevenu à l'article 3.100 – « Supervision, surveillance et conformité » des Règles, car elle n'a pas établi et maintenu un système lui permettant de surveiller les activités de chacun de ses employés et personnes approuvées conçu pour assurer

de manière raisonnable que les Règles soient respectées, plus précisément parce qu'elle ne disposait pas d'un système de surveillance conçu pour empêcher ou détecter de manière raisonnable les violations des articles 6.114 – « Priorité des ordres », 6.115 – « Identification des ordres », 6.202 – « Négociation contre l'ordre d'un client (application) », 6.205 – « Opérations préarrangées » et 7.3 – « Obligation de meilleure exécution » des Règles;

7. Le 19 mars 2019 et le 31 mai 2019, BMONBI a contrevenu à l'article 3.101 – « Obligation de supervision des Participants Agrés » des Règles, car elle ne s'est pas assurée que tous ses employés et personnes approuvées respectaient l'article 7.6 des Règles (« Devancer une Opération »).

En raison des allégations susmentionnées, BMONBI fait l'objet d'une plainte disciplinaire aux termes de l'article 4.200 des Règles et des sanctions prévues à l'article 4.400 des Règles.

6. Les questions en litige sont les suivantes :

- a) Les intimés ont-ils devancé une opération en violation des Règles lorsqu'ils ont effectué des opérations pour compte propre sur des CGB entre le moment où ils ont appris pour la première fois que le client avait l'intention d'acheter des CGB le 19 mars et le 31 mai 2019 et le moment où les opérations du client ont été saisies dans le système de négociation électronique de la Bourse, sans faire profiter le client de ces opérations pour compte propre?
- b) BMONBI a-t-elle procuré au client la « meilleure exécution » possible, conformément aux Règles, en ne lui faisant pas profiter de ces opérations pour compte propre?
- c) BMONBI a-t-elle contrevenu aux Règles en saisissant ses propres ordres de vente dans le système de négociation électronique (dans lequel elle a exécuté des opérations contre les ordres du client) avant de saisir les ordres d'achat du client?
- d) BMONBI a-t-elle contrevenu aux Règles en identifiant à tort les opérations de vente liées aux ordres du client comme étant celles du client et non celles de BMONBI?
- e) BMONBI a-t-elle contrevenu aux Règles en n'établissant pas et en ne maintenant pas, entre le 19 mars et le 10 octobre 2019, un système lui permettant de surveiller les activités de chacun de ses employés et des personnes approuvées conçu pour assurer de manière raisonnable que les Règles étaient respectées, plus précisément parce qu'elle ne disposait pas d'un système de surveillance conçu pour empêcher ou détecter de manière raisonnable le devancement d'opérations par ses personnes approuvées et ses employés?
- f) BMONBI a-t-elle contrevenu aux Règles entre le 19 mars et le 31 mai 2019 en n'établissant pas et en ne maintenant pas un système lui permettant de surveiller les activités de chacun de ses employés et des personnes approuvées conçu pour empêcher et détecter de manière raisonnable les violations des Règles relatives à la priorité des ordres, à l'identification des ordres, à la négociation contre l'ordre d'un client, aux opérations préarrangées et à l'obligation de meilleure exécution?
- g) BMONBI a-t-elle omis de s'assurer, entre le 19 mars et le 31 mai 2019, que l'un de ses employés et personnes approuvées respectait l'article 7.6 des Règles?

## B. LES FAITS

7. BMONBI est une société nationale de placement qui propose une vaste gamme de services à ses clients, dont la négociation d'obligations du gouvernement du Canada et de contrats à terme sur ces obligations.

8. M. Carelli a travaillé à BMONBI de décembre 1999 jusqu'à son départ à la retraite en 2023 et occupait, au moment des infractions présumées, le poste de négociateur de titres à revenu fixe pour compte propre et de mainteneur de marché pour des produits à revenu fixe, qui impliquait notamment de faciliter des opérations de clients pour l'achat d'obligations du gouvernement du Canada (appelées « **obligations sur le marché au comptant** ») et les contrats à terme qui y sont associés (appelés « **CGB** »), son rôle principal consistant à fournir la liquidité nécessaire pour faciliter ces opérations au moyen d'activités de couverture (en négociant des contrats à terme comme des CGB) visant à couvrir les risques associés à ses activités de maintien de marché.

9. Faciliter les opérations des clients sur obligations au comptant et sur CGB ne procurait généralement pas de revenus importants à BMONBI, qui effectuait ces activités pour rendre service à ses clients, lesquels confiaient également des opérations importantes à BMONBI dans des domaines beaucoup plus lucratifs.

10. Contrairement aux CGB, les obligations sur le marché au comptant sont négociées hors bourse, par clavardage, au moyen d'appels vocaux ou sur des plateformes de négociation électroniques, habituellement par des employés participants appelés « négociateurs à titre de mandataires ».

11. Les CGB sont des contrats à terme sur les obligations du gouvernement du Canada qui, contrairement aux obligations sur le marché au comptant, sont négociées à la Bourse (TMX), ce qui explique pourquoi la Bourse a compétence sur les opérations sur contrats à terme contestées et les activités connexes en l'espèce.

12. Une opération qui implique au minimum 1 500 contrats à terme est appelée « opération en bloc » et des règles spéciales s'appliquent à ces opérations. Les opérations impliquant un moins grand nombre de contrats peuvent être effectuées sous forme d'opérations aller-retour ou d'« opérations préarrangées », auxquelles d'autres règles s'appliquent.

13. La « règle de Volcker » (qui fait partie de la législation américaine dans la Dodd-Frank Act) empêche BMONBI et les autres institutions canadiennes qui exercent des activités aux États-Unis d'effectuer des opérations pour compte propre sur des titres à court terme, comme des produits dérivés, des contrats à terme et des options.

14. Toutefois, entre autres exceptions à cette règle générale, elles sont autorisées à effectuer des opérations à l'extérieur des États-Unis dans des produits comme les CGB dans le cadre d'activités de couverture visant à apporter de la liquidité pour faciliter les opérations de clients. Le fait de prendre des positions de passif et d'effectuer des opérations de couverture pour faciliter les opérations des clients implique de prendre des risques, qui doivent être gérés par le fournisseur de liquidité, dont l'objectif est de terminer chaque séance avec une exposition résiduelle minimale.

15. Un client qui souhaite acheter des CGB au moyen d'une opération préarrangée communiquera avec le négociateur à titre de mandataire ou le représentant des clients de la maison de courtage avec laquelle il négocie pour arranger l'opération, les communications pertinentes étant effectuées par téléphone (la conversation est enregistrée) ou par clavardage (la communication est également conservée), ces moyens de communication étant parfois utilisés en parallèle par les participants. Selon M. Carelli, la plupart des opérations de client concernant des CGB sont traitées par des négociateurs à titre de mandataires, le rôle du fournisseur de liquidité étant d'obtenir un cours approprié, puis de gérer le risque de la société en couvrant les produits à terme.

## Les événements du 19 mars 2019

16. Les événements en question du 19 mars 2019, qui sont consignés dans les transcriptions de deux conversations téléphoniques (E-5B et E-6B), une conversation par clavardage sur Bloomberg (E-4), un tableau sommaire des opérations concernées à cette date préparé par la Bourse (E-3) et les données de négociation de M. Carelli à cette date (E-7B), tous étant contenus dans l'historique chronologique des événements en question préparé par la Bourse (E-7A), peuvent être résumés comme suit :

- a) à 14:42:08 le 19 mars 2019, M. Carelli (qui était alors établi à Montréal) et Steve Sevsek (vendeur au pupitre de négociation des titres à revenu fixe de BMONBI à Toronto, chargé du maintien des relations avec les clients) ont communiqué brièvement par téléphone (E-5B). Lors de cette conversation, M. Sevsek a indiqué à M. Carelli qu'il était nécessaire de discuter par téléphone et par clavardage au sujet d'une opération que le client souhaitait effectuer et portant sur environ 60 millions de dollars canadiens d'obligations sur le marché au comptant et sur un nombre indéterminé de contrats CGB;
- b) M. Carelli a déclaré que, selon son expérience, un client institutionnel qui demande une cotation effectuera presque toujours l'opération potentielle;
- c) fort de cette expérience, et tel qu'il appert des pièces E-3, E-7A et E-7B, M. Carelli a passé au cours des 101 secondes qui ont suivi une série de quatre ordres d'achat pour le compte de BMONBI, en commençant par un ordre visant 50 CGB à 138,01 \$ à 14:42:44, suivi d'un autre de 100 CGB à 138,02 \$ à 14:43:06, puis d'un autre de 100 CGB à 138,02 \$ à 14:43:22, et d'un dernier ordre de 50 CGB à 138,03 \$ à 14:43:49, le précédent ordre d'achat de CGB de M. Carelli ayant été passé près de deux heures plus tôt, à 12:54:16 (E-7B, page 3);
- d) M. Carelli a également déclaré qu'il avait passé un ordre d'achat de 50 CGB à 14:43:49, soit 23 secondes après que le client eut précisé le nombre de CGB qu'il souhaitait acheter (voir le sous-alinéa (h) ci-dessous), M. Carelli ayant alors dû être encore plus convaincu que l'opération serait conclue avec le client;
- e) le premier de ces ordres (50 CGB) n'a été exécuté qu'après l'application, tandis que les trois derniers (250 CGB) ont été exécutés pour 247 contrats (E-3);
- f) juste avant d'appeler M. Carelli, M. Sevsek a lancé (à 14:42:07) une discussion par clavardage sur Bloomberg (E-4) à laquelle se sont joints M. Carelli (à 14:42:23), Brad Wishak (négociateur de contrats à terme à titre de mandataire pour BMONBI à Toronto) à 14:42:30 et le représentant du client, M. X, à 14:42:35;
- g) à 14:42:52, une autre conversation téléphonique a été lancée entre M. Carelli, Brad Wishak et Bryce Stroble (E-6B), ce dernier étant un autre négociateur de contrats à terme à titre de mandataire pour BMONBI à Toronto, au cours de laquelle ces trois personnes ont échangé des commentaires concernant la négociation en cours de l'opération avec le client dans le salon de clavardage;
- h) à 14:43:26, M. X a informé les participants au salon de clavardage (E-4) que le client souhaitait acheter 546 CGB et 30 XQM9 (une autre opération sans lien avec l'affaire);
- i) à 14:43:30, après avoir passé 3 des 4 ordres d'achat décrits au sous-alinéa (c), M. Carelli a demandé à ses collègues par téléphone (E-6B) de proposer au client un prix de 138,04 \$ (en mentionnant seulement les deux derniers chiffres du cours cible, soit 0,04 \$, comme il est d'usage dans le domaine), prix qui a été proposé au client à 14:43:48 (E-4 et E-7A), les intimés alléguant que ce prix était légèrement supérieur au prix des opérations en cours sur le marché à ce moment-là;
- j) à 14:44:13, M. X a accepté la proposition d'achat de 546 CGB au cours maximal de 138,04 \$ (E-4 et E7A), heure à laquelle M. Carelli avait déjà passé des ordres d'achat pour

- un total de 300 CGB à 138,03 \$ ou moins, comme il est indiqué au sous-alinéa (c) ci-dessus;
- k) à 14:44:28, M. Carelli a passé un ordre d'achat de 150 CGB à 138,03 \$, qui a été exécuté rapidement, puis un autre ordre d'achat de 200 CGB à 138,03 \$ à 14:44:49, qui a également été exécuté au cours acheteur;
  - l) à 14:45:12, un ordre de vente de 546 CGB a été saisi au cours de 138,04 \$ et identifié comme une opération client, suivi d'un ordre d'achat à 14:45:30 de 546 CGB à 138,04 \$, qui a également été saisi comme une opération client, même si BMONBI reconnaît que la première de ces deux opérations aurait dû être désignée comme une opération de la société;
  - m) M. Lambert a déclaré que cette erreur de désignation a été corrigée peu après par BMONBI, mais que le marché a néanmoins été induit en erreur par cette erreur de saisie, même si cette dernière affirmation a été contestée par les intimés;
  - n) Finalement, dans le cadre de ses opérations de couverture effectuées le 19 mars 2019, M. Carelli a passé des ordres pour un total de 650 CGB pour le compte de BMONBI entre l'heure (14:42:08) à laquelle il a appris l'intention du client d'acheter pour 61 millions de dollars d'obligations sur le marché au comptant et un nombre non précisé de CGB, et l'heure (14:45:30) à laquelle BMONBI a passé l'ordre d'achat de 546 CGB pour le compte du client;
  - o) au paragraphe 5 du résumé des faits joint à la plainte disciplinaire initiale contre BMONBI (le « **Résumé des faits** »), la Bourse ne conteste que les trois dernières opérations (totalisant 400 CGB) comme constituant un devancement présumé d'opérations, ces trois opérations (les « **opérations contestées** ») ayant été effectuées entre l'heure (14:43:26) à laquelle le client a précisé pour la première fois le nombre (546) de CGB qu'il souhaitait acheter et l'affichage effectif de l'ordre d'achat du client sur la plateforme de négociation électronique par BMONBI à 14:45:30 (E-7a), comme il est mentionné par BMONBI dans la lettre qu'elle a remise à M. Carelli le 13 juin 2019 (E-24, page 3), ladite lettre portant sur les opérations effectuées entre l'acceptation du cours par le client et la saisie de son ordre d'achat;
  - p) ces trois opérations contestées ont été effectuées dans les 83 secondes qui ont suivi l'heure (14:43:26) à laquelle le client a précisé qu'il souhaitait acheter 546 CGB;
  - q) M. Lambert a déclaré que BMONBI n'a pas fait profiter le client des opérations effectuées par M. Carelli avant l'affichage de l'ordre d'achat du client, dont les opérations contestées;
  - r) le résumé des activités figurant à la pièce E-7A indique que, après l'affichage de l'ordre d'achat de 546 CGB à 14:45:30, 239 contrats ont fait l'objet d'une application par BMONBI à 138,03 \$ et 307 contrats ont fait l'objet d'une application au cours limite convenu de 138,04 \$;
  - s) selon M. Lambert, le cours moyen des 600 CGB achetés par M. Carelli avant l'affichage de l'ordre de 546 CGB du client était de 138,02667 \$, tandis que le prix moyen payé par le client a été de 138,037875 \$. Le client aurait donc payé 6 120 \$ de moins s'il avait bénéficié de toutes les exécutions à un cours inférieur obtenues par M. Carelli;
  - t) toutefois, l'avocate de la Bourse a admis dans son résumé que, si l'infraction se limitait aux opérations contestées (400 CGB), la différence de prix ne serait que de 3 150 \$.

17. Tout en admettant que son souvenir des événements du 19 mars est vague, M. Carelli a fait référence à la lettre du 11 avril 2019 (E-20, page 73) qu'il a adressée à Rajiv Menon (« **M. Menon** »), analyste subalterne à la première ligne de supervision de BMONBI, en réponse à une demande de renseignements de la Bourse concernant les opérations du 19 mars qui a été déclenchée par un avertissement de SOLA, la plateforme de négociation exclusive de la Bourse. Dans ladite lettre, M. Carelli a affirmé que les opérations sur CGB du 19 mars 2019 susmentionnées avaient pour but de [Traduction] « **couvrir notre position vendeur découlant** ».

**d'opérations précédentes et pour les CGB à 2029 (opération sur les obligations sur le marché au comptant) [...] J'essayais simplement de couvrir nos positions d'une opération vendeur précédente et de couvrir les obligations à 2029 après avoir donné le prix au client et que celui-ci l'a accepté ».**

18. M. Carelli a déclaré que le marché des CGB au 19 mars 2019 se situait entre 138,03 \$ et 138,04 \$ et a refusé d'admettre que ses opérations sur CGB du 19 mars avaient réduit la liquidité du marché, ajoutant que ces opérations lui ont donné une meilleure idée du marché à ce moment-là.

19. M. Carelli a déclaré qu'un client qui souhaite acheter un nombre important de CGB s'adressera à un fournisseur de liquidité plutôt que de les acheter sur le marché afin d'améliorer ses chances d'obtenir un meilleur cours. Un client qui passe par un fournisseur de liquidité a la certitude que le prix maximum garanti sera respecté, tandis que le fournisseur de liquidité et sa société assument le risque de livrer les contrats à terme à ce prix limite.

20. M. Carelli a déclaré que, dans cette affaire, le client (qu'il a décrit comme un investisseur averti) a accepté de payer un prix maximal de 138,04 \$, qu'il a effectivement payé un prix moyen légèrement inférieur (138,037875 \$, selon M. Lambert) et qu'il était satisfait du résultat, même s'il n'a pas bénéficié des exécutions à un cours inférieur obtenues par M. Carelli, qui, a-t-il affirmé, ne constituaient pas une exploitation de l'ordre du client. Il a déclaré que les opérations du 19 mars 2019 n'avaient globalement pas eu d'incidence pour BMONBI, les profits et les pertes ayant été minimes.

21. M. Carelli a admis ne pas savoir si le client était au courant de ses activités de couverture, un aveu qu'il a réitéré dans le rapport de supervision de BMONBI daté du 26 juin 2019 (E-30, dernier paragraphe) et corroboré par M. Moore dans son témoignage, ni si le client surveillait les activités de négociation du marché, comme les siennes.

### **Les événements du 31 mai 2019**

22. Les événements en question du 31 mai 2019, qui sont consignés dans les transcriptions de cinq conversations téléphoniques (E-11B, E-12B, E-13B, E-14B et E-15B), deux conversations par clavardage sur Bloomberg (E-10 et E-16), un tableau des données de négociation de M. Carelli à cette date préparé par la Bourse (E-17B) et un tableau sommaire des opérations (E-9), tous étant contenus dans un historique chronologique des événements en question préparé par la Bourse (E-17A), peuvent être résumés comme suit :

- a) selon M. Carelli, le 31 mai 2019, soit le dernier jour du mois, a été un jour de négociation intense pour les contrats à terme, car les négociateurs tentaient de clôturer leurs comptes en position neutre pour le mois avant la fin de la séance;
- b) plusieurs minutes avant son appel concernant l'opération sur CGB à cette date, le client avait demandé une opération importante pour 141,94 millions de dollars d'obligations sur le marché au comptant (c'est-à-dire qui ne sont pas achetées à la Bourse de Montréal), comme l'indique le clavardage sur Bloomberg avec le client (E-10, page 3, 13:15:54) et l'enregistrement d'un bref appel entre M. Sevsek et M. Carelli, qui a commencé à 13:15:58 et s'est terminé vers 13:17:04 (E-11B);
- c) M. Carelli a déclaré qu'il lui manquait environ 1 300 CGB après que le pupitre de négociation à titre de mandataire a exécuté cet ordre concernant des obligations sur le marché au comptant;
- d) M. Carelli a été avisé par M. Stroble du souhait du client d'acheter 549 CGB à 13:20:41 (E-13B) et a déclaré qu'il était préoccupé par l'ordre du client portant sur ces 549 CGB, car

cet ordre viendrait aggraver sa position vendeur en ce dernier jour critique du mois, où les acheteurs étaient plus nombreux que les vendeurs sur le marché, ce qui rendait difficile l'achat d'obligations, d'où sa déception lorsqu'il a appris la décision tardive du client d'acheter 549 CGB à 13:20:41 (E-13B);

- e) À 13:19:26, M. X et Olivia Li (« **M<sup>me</sup> Li** »), une autre négociatrice de contrats à terme agissant à titre de mandataire pour BMONBI, entament une conversation (E-12B) au cours de laquelle le client demande et convient (à 13:21:10) d'acheter 549 CGB à 142,73 \$, après que M. Carelli a fourni ce prix à 13:21:09 (E-13B);
- f) M<sup>me</sup> Li a déclaré (E-25, paragraphe 3) que [Traduction] « le prix de 142,73 \$ était légèrement supérieur au meilleur cours acheteur sur la plateforme au moment de l'ordre »;
- g) à 13:21:12, M. Carelli passe un ordre pour 100 CGB à 142,69 \$ (E-9), qui est exécuté à ce prix par lots de 58 contrats (à 13:21:12) et 42 contrats (à 13:21:38);
- h) à 13:21:33, M<sup>me</sup> Li passe un ordre de vente au nom du client au prix de 142,73 \$ (E-9), juste avant que la deuxième partie de l'ordre d'achat susmentionné de M. Carelli soit exécutée, M<sup>me</sup> Li ayant plus tard admis que cet ordre de vente aurait dû être désigné comme une opération de la société (E-25, page 2, paragraphe 4) :
- i) à 13:21:58, M<sup>me</sup> Li saisit une confirmation d'ordre d'achat de 549 CGB à 142,73 \$, l'attribuant de nouveau au client (E-9);
- j) entre ces ordres d'achat et de vente de 549 CGB, M. Carelli passe un autre ordre à 13:21:44 pour 100 CGB à 142,70 \$, qui est partiellement exécuté par 71 contrats à 142,70 \$ à 13:21:55 (E-9 et E-17A);
- k) M. Carelli a déclaré que ces deux ordres de couverture (également appelés les « **opérations contestées** ») ont été passés pour couvrir l'importante position vendeur causée par l'opération portant sur des obligations sur le marché au comptant, cette version apparaissant pour la première fois dans la pièce E-20, à la page 77;
- l) le résumé des opérations sur CGB effectuées par M. Carelli le 31 mai 2019 (E-17A, qui commence à 12:05:03) montre que le client a accepté l'offre de M. Carelli de fournir 549 CGB à 142,73 \$ à 13:21:10, après quoi il a saisi les opérations contestées à cette date dans les 94 secondes suivantes;
- m) le résumé des activités en haut de la page 3 de la pièce E-17A indique qu'à la suite de l'affichage de l'ordre d'achat de 549 CGB 13:21:58, 205 CGB ont fait l'objet d'une application par BMONBI à 142,71 \$ et 344 CGB ont fait l'objet d'une application au cours limite convenu de 142,73 \$;
- n) selon M. Lambert, le prix moyen payé par le client pour les 549 CGB était de 142,725883 \$, tandis que le prix moyen payé par BMONBI pour les 171 CGB achetés par M. Carelli entre le moment où il a pris connaissance de l'ordre du client et le moment où M<sup>me</sup> Li l'a passé était de 142,694152 \$, de sorte que le client a payé 5 426,07 \$ de plus que si BMONBI lui avait fait profiter de l'achat par M. Carelli des 171 contrats (également appelé les « **opérations contestées** »);
- o) M. Lambert a de nouveau soutenu que l'erreur de désignation de l'ordre de vente de 549 CGB à 13:21:33 a induit le marché en erreur, même si cette erreur a été corrigée peu après, et que les activités de couverture de M. Carelli ont eu pour effet de diminuer la liquidité du marché avant l'affichage de l'ordre d'achat du client, affirmations que les intimés ont contestées;
- p) BMONBI affirme avoir perdu environ 200 000 \$ pour avoir exécuté les ordres du client le 31 mai 2019, mais n'a produit aucune preuve documentaire pour corroborer cette affirmation, ce qui lui a valu une objection de la part de l'avocate de la Bourse. De plus, M. Carelli a semblé laisser entendre que cette perte était entièrement attribuable aux opérations sur obligations sur le marché au comptant à cette date (E-20, pages 43 et 77), tandis que l'avocat des intimés allègue, au paragraphe 56 de son argumentaire, que cette

- perte était attribuable (dans des proportions non précisées) à la fois aux obligations sur le marché au comptant et aux CGB;
- q) Dans tous les cas, le Comité maintient l'objection de la Bourse concernant le montant de la perte prétendument subie par BMONBI en raison de ses activités de négociation pour le client le 31 mai 2019, en vertu de la règle de la meilleure preuve. De plus, le Comité est d'avis que l'existence ou le montant d'une telle perte ne serait pas pertinent pour déterminer la culpabilité ou l'innocence des intimés en l'espèce;
  - r) M. Carelli a également admis lors de son interrogatoire principal qu'il ne savait pas si le client était au courant de ses activités de couverture à l'une ou l'autre date, ce que BMONBI a réitéré, comme nous le verrons ci-dessous.

### **Enquêtes de la Bourse et de BMONBI**

23. M. Lambert, qui a pris en charge l'enquête de la Bourse dans cette affaire après le départ en octobre 2021 de l'enquêtrice initiale, M<sup>me</sup> Jessica Vu (« **M<sup>me</sup> Vu** »), a déclaré que les enquêtes de la Bourse sur les événements du 19 mars et du 31 mai 2019 ont été déclenchées par des alertes du système de surveillance des marchés de la Bourse (connu sous le nom de « SOLA ») qui ont signalé un potentiel devancement d'opérations de la part de BMONBI après les événements à ces dates (voir E-20, pages 10 et 29). Ces enquêtes ont finalement été fusionnées pour n'en former qu'une seule, qui a mis au jour les autres infractions présumées mentionnées dans les plaintes déposées contre les intimés en l'espèce.

24. La première preuve documentaire de ces enquêtes déposées au dossier est un courriel de M. Menon à M. Carelli daté du 11 avril 2019 (E-20, page 73), dans lequel M. Menon informe M. Carelli que [Traduction] « la Bourse souhaite que nous clarifions les raisons pour lesquelles des ordres de la société ont été saisis avant des ordres de client ». La chronologie des événements préparée par BMONBI (E-49) mentionne que la première communication de la Bourse concernant les événements du 19 mars 2019 a été reçue le 5 avril 2019.

25. M. Carelli a répondu par courriel le 11 avril 2019, en se concentrant principalement sur ses activités de couverture du 19 mars (E-20, page 73).

26. Au moment des infractions présumées dans cette affaire, BMONBI disposait des trois lignes de défense suivantes pour assurer la surveillance et le respect des règles du marché, dont celles de la Bourse, telles que décrites par M. Moore et corroborées dans la pièce E-2, page 9, paragraphe 11 et dans la pièce E-20, page 109 :

- a) la première ligne de défense est celle de la supervision de la salle des marchés (la « **Supervision de la salle des marchés** »), dont le personnel (y compris Jason Park, Dave Persaud et M. Menon) était chargé de superviser la façon dont les équipes de négociation s'acquittaient de leurs tâches quotidiennes;
- b) la deuxième ligne de défense était l'équipe de surveillance des marchés financiers dirigée par M. Moore;
- c) la troisième ligne de défense était l'équipe de contrôle, qui effectue des contrôles de routine de l'entreprise.

27. BMONBI disposait de deux systèmes de surveillance pour détecter les irrégularités, comme le devancement d'opérations, chacun fonctionnant indépendamment de l'autre :

- a) le système PMD (Prix, Manipulation et Détection), un système interne de production de rapports utilisé par l'équipe de Supervision de la salle des marchés pour effectuer une

- surveillance quotidienne des produits dérivés et signaler les pratiques de négociation potentiellement trompeuses et manipulatrices, dont le devancement d'opérations;
- b) le système SMARTS, une application sur navigateur détenue et exploitée par le NASDAQ, qui a été utilisée par l'équipe de surveillance des marchés financiers pour surveiller les activités de négociation potentiellement manipulatrices.

28. Dans ses lettres à M<sup>me</sup> Vu datées du 23 septembre 2019 (E-2, pages 7 et suivantes), du 21 septembre 2020 (E-20, pages 5 et suivantes) et du 8 décembre 2020 (E-22), M. Moore a mis en lumière les faits suivants :

- a) Le système SMARTS n'a envoyé aucune alerte pour un potentiel devancement d'opérations concernant les opérations contestées du 19 mars et du 31 mai 2019 (E-2, page 10, paragraphe 13).
- b) M. Moore explique (E-20, page 7, paragraphe 2) que le système d'alerte SMARTS permettant de détecter un potentiel devancement d'opérations a été calibré par BMONBI de telle façon que la valeur totale de l'opération client devait dépasser un certain pourcentage de la valeur de négociation moyenne quotidienne du titre en question et que BMONBI avait choisi (avant les opérations du 19 mars et du 31 mai 2019) la valeur par défaut suggérée de 2 % pour déclencher lesdites alertes, laquelle figure dans la version de 2020 (E-20, page 94, Value Multiplier Proprietary), vraisemblablement afin de réduire le nombre de faux positifs.
- c) BMONBI a finalement recalibré le système SMARTS (qui comporte 2 500 paramètres à calibrer) afin de déclencher des alertes pour toutes les opérations dont la valeur cumulée est supérieure à 0,1 % de la valeur de négociation moyenne quotidienne du titre en question.
- d) Dans sa lettre du 23 septembre 2019 (E-2, page 11, paragraphe 14), M. Moore a indiqué que [Traduction] « le service de la conformité effectue actuellement un examen et une évaluation des seuils et des paramètres des alertes SMARTS afin de s'assurer que certains seuils sont désormais calibrés en conséquence » et a déclaré que le recalibrage a vraisemblablement été approuvé définitivement le 10 octobre 2019 ou vers cette date (E-20, pages 102 et 103).
- e) Le système PMD est un système interne de production de rapports utilisé par l'équipe de Supervision de la salle des marchés pour la surveillance quotidienne des produits dérivés et la détection des pratiques manipulatrices et trompeuses qui analyse le système de gestion des opérations de BMONBI à la recherche d'opérations de la société exécutées avant des transactions client susceptibles d'avoir une incidence sur le marché et détecte les exceptions à examiner.
- f) Comme l'explique M. Moore à la Bourse dans sa lettre du 8 décembre 2020 (E-22, page 2, paragraphe 2), le système PMD était configuré pour envoyer une alerte chaque fois que le nombre d'opérations sur CGB dépassait 200 contrats, de sorte que des alertes ont été déclenchées par le volume plus élevé d'opérations sur CGB du 19 mars et du 31 mai, mais que, comme expliqué ci-dessous, la personne de l'équipe de Supervision de la salle des marchés qui a analysé les opérations n'a constaté aucune irrégularité.
- g) Lorsque son supérieur, Dave Persaud, lui a demandé, le 13 novembre 2019, d'expliquer pourquoi il n'a relevé aucune irrégularité dans les opérations du 19 mars et du 31 mai après avoir reçu les alertes du système PMD, M. Menon a répondu comme suit (E-20, page 88) : [Traduction]
- « J'ai essentiellement rejeté ces deux alertes parce que, comme Franco et Brad travaillent à des pupitres de négociation différents, Franco n'est pas censé participer aux clavardages avec le client final de Brad. De plus, la deuxième alerte a signalé seulement 2 contrats, ce qui est très peu pour avoir une incidence sur le marché. Nous avons amélioré notre

processus d'examen; nous examinons désormais les clavardages et les enregistrements vocaux liés aux opérations de la société effectuées avant toute opération client exécutée à de meilleures conditions (jusqu'à une heure avant), et ce processus s'applique pour tous les membres de l'équipe de Jason Park. »

- h) M. Menon avait donné une explication semblable dans son courriel du 6 septembre 2019 (E-20, page 82, moitié supérieure de la page) et avait fourni plus tôt ce jour-là (E-20, pages 82 et 83) une copie de la procédure 8.1.2 de BMONBI concernant le devancement d'opérations (qui avait été révisée pour la dernière fois en décembre 2018, E-20, page 86), qui portait sur l'article 6305, ancêtre de l'article 7.6, entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2019, dont il sera question ci-dessous.
- i) M. Menon ne semble pas avoir eu conscience du fait que, même si les fournisseurs de liquidité et les négociateurs à titre de mandataires de BMONBI exerçaient leurs activités dans des bureaux différents, il était normal pour eux d'échanger des renseignements sur les opérations en attente des clients, comme l'a confirmé M. Moore.
- j) Pour une raison inexplicable, le système PMD n'a pas signalé les 169 autres contrats sur CGB achetés par M. Carelli le 31 mai 2019, comme le montre le rapport d'exceptions sur le devancement d'opérations sur contrats à terme de BMONBI, qui n'a signalé que deux opérations sur CGB (E-29, page 2, à 13:21:45), ce qui a conduit M. Menon à formuler le commentaire suivant : [Traduction] « **Contrats de la société, seulement 2 – pas de préoccupation quant à l'incidence sur le marché** » (E-29, page 4).
- k) M. Lambert s'est montré critique à l'égard du fait que seuls 2 contrats sur CGB sur les 171 négociés par M. Carelli à cette date ont été identifiés par le système, tandis que M. Moore a déclaré que le fait que le système ait repéré deux contrats potentiellement douteux était un signal suffisant pour inciter M. Menon à se renseigner davantage sur la situation, ce qu'il n'a pas fait, et que le sujet a été abordé par la suite avec M. Menon pour éviter qu'une telle situation se reproduise. M. Moore a ajouté que BMONBI traite environ 63 000 alertes par trimestre.
- l) Dans sa lettre du 23 septembre 2019 (E-2, page 10, paragraphe 13), qui portait sur les opérations contestées du 19 mars et du 31 mai, M. Moore a déclaré que même si [Traduction] « le service de la conformité n'a pas trouvé de preuves substantielles indiquant une tentative de devancement des ordres du client [...] le service de la conformité a toutefois relevé un problème potentiel concernant la meilleure exécution ou la priorité des opérations [...] car M. Carelli a continué de saisir des ordres de couverture avant et après les discussions préalables aux négociations avec le client [...] À la suite de ces événements, il a été rappelé à M. Carelli qu'à partir du moment où un ordre de client est passé, le client doit profiter de tout ordre à un meilleur prix sur le marché jusqu'à ce que l'ordre du client soit exécuté, sauf si le client consent expressément à ce que la société effectue des opérations parallèlement à son ordre » (E-2, page 10, paragraphe 13).

29. Le 15 juillet 2019, M. Moore a demandé à Thy Nagesvaran, responsable de la conformité faisant partie de l'équipe de M. Moore, de lui fournir [Traduction] « un compte rendu des raisons pour lesquelles notre système de surveillance n'a pas repéré » les opérations contestées du 19 mars et du 31 mai, et une évaluation des mesures correctives possibles (E-20, page 62).

30. Dans sa réponse à la même date (E-20, pages 61 et 62), M. Nagesvaran a expliqué la raison pour laquelle le système SMARTS n'a pas fourni d'alertes à ces dates, comme il est indiqué ci-dessus, en indiquant ce qui suit : [Traduction] « après discussion avec notre partenaire de Nasdaq, un paramètre a été rajusté afin d'abaisser le seuil du volume d'opérations client à 0,1 % du volume quotidien total », ce nouveau seuil générant apparemment « beaucoup plus de faux positifs ».

31. Il a également expliqué que le système PMD de BMONBI avait en fait signalé les opérations douteuses les 19 mars et 31 mai, mais que la politique de l'équipe de Supervision de la salle des marchés consistait alors à [Traduction] « effectuer une analyse plus poussée d'un possible devancement d'opérations si les opérations de la société et les opérations client étaient effectuées par des négociateurs du même pupitre », auquel cas l'analyse [Traduction] « impliquait l'examen des communications effectuées par clavardage ou par téléphone » (E-20, page 61). Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, cela n'a pas été fait parce que M. Menon croyait à tort que M. Carelli et M. Wishak travaillaient à des pupitres différents et, par conséquent, étaient isolés l'un de l'autre. M. Nagesvaran a conclu en déclarant que [Traduction] « l'équipe de Supervision de la salle des marchés a modifié sa procédure d'examen des signalements de devancements d'opérations et réalise désormais un examen supplémentaire de **toutes** les opérations de la société effectuées avant les ordres de facilitation des clients par le pupitre de négociation à titre de mandataire, ce qui implique également un examen des éventuelles communications entre toutes les parties concernées ».

32. M. Moore a déclaré que M. Menon a supposé à tort que le fournisseur de liquidité de BMONBI (M. Carelli) et ses négociateurs de contrats à terme agissant à titre de mandataires (MM. Wishak et Stroble et M<sup>me</sup> Li) étaient dans des bureaux (ou travaillaient à des « pupitres ») distincts et qu'ils n'étaient donc pas en contact les uns avec les autres au sujet des opérations du 19 mars et du 31 mai, et qu'il n'a donc pas vérifié les enregistrements de conversations téléphoniques et de discussions en salle de clavardage de BMONBI. La conclusion de M. Menon à cet égard est confirmée par la note au bas de la page 2 du rapport sur les exceptions du système PMD du 19 mars 2019 (E-28, page 2).

33. Le 16 juin 2019, BMONBI a envoyé un rapport de supervision d'une page (E-30) à la Bourse, signalant seulement deux « violations possibles », à savoir des articles 6.114 (Priorités des ordres) et 7.3 (Obligation de meilleure exécution). Le rapport ne signalait pas expressément une violation possible de l'article 7.6 (Devancer une Opération), même s'il faisait mention des activités de couverture de M. Carelli décrites ci-dessus.

34. Il semble (E-20, page 58) qu'il y a eu une discussion préalable chez BMONBI portant sur le fait de mentionner expressément une violation possible de l'article 7.6 dans le rapport de supervision, mais qu'il a été décidé de ne pas le faire, M. Moore ayant déclaré que son équipe avait finalement déterminé qu'il n'y avait pas eu devancement d'opérations, comme il est mentionné dans la lettre de BMONBI à la Bourse datée du 18 décembre 2020 (E-24, page 1).

35. Lorsqu'il lui a été demandé d'expliquer pourquoi elle avait saisi l'ordre de vente de 549 CGB du 31 mai en tant qu'ordre de « client », M<sup>me</sup> Li a répondu ce qui suit (E-25, page 2, question 4) :

« L'ordre de la société a été désigné par inadvertance comme un ordre de client, car il s'agit du paramètre par défaut de notre pupitre de négociation à titre de mandataire, qui saisit le plus souvent des ordres pour le compte de clients. » [Traduction]

36. M. Moore a déclaré que le fait d'avoir affiché l'ordre de vente de la société en premier avait été délibéré, soutenant que le fait de passer un ordre d'achat en premier aurait été interprété par les négociateurs d'autres sociétés comme un signe les incitant à augmenter leurs offres, sachant que l'acheteur était engagé à effectuer une opération, compromettant ainsi l'exécution de l'opération et que, pour cette raison, il n'aurait pas été logique de passer l'ordre d'achat en premier. Il a ajouté que le consentement du client à cette façon de procéder, comme l'exige l'article 6.205 des Règles, était implicite et que le client aurait pu facilement le confirmer, si la Bourse le lui avait demandé.

37. Au paragraphe 26 du Résumé des faits, la Bourse a reconnu que les erreurs de désignation des ordres de vente du 19 mars et du 31 mai ont été corrigées 45 et 80 minutes après, respectivement, mais M. Lambert a maintenu que le marché avait tout de même été induit en erreur par ces désignations erronées de courte durée, car (à son avis) le marché réagit différemment à un ordre de client et à un ordre de la société. Selon les témoins des intimés, les écrans du marché n'indiquent pas si un ordre d'achat ou de vente a été passé pour un client ou pour la société.

38. Le 19 juin 2019, M. Menon a fait passer une note de service (E-32) à l'intention des négociateurs de contrats à terme agissant à titre de mandataires et d'autres membres de l'équipe de la Supervision de la salle des marchés, en y joignant des [Traduction] « directives concernant la facilitation des ordres de clients », intitulée [Traduction] « Ordres sur mandat et couverture de la société », dont voici un extrait pertinent :

« Bonjour à tous,

Nous aimerions porter à votre attention un aspect important des Règles de la Bourse de Montréal lors de l'exécution d'opérations d'application avec des clients.

En vertu des Règles de la Bourse, lors de la facilitation d'ordres de clients, surtout lorsque nous effectuons une application connexe, nous ne pouvons pas effectuer une opération avant l'ordre du client à un **meilleur** prix une fois que l'ordre du client a été reçu, à moins d'avoir obtenu le consentement **exprès** du client nous autorisant à profiter des meilleurs prix disponibles. Cette règle s'applique même si l'objectif est de couvrir notre propre risque, qu'il s'agisse d'un risque préexistant ou du risque lié à l'opération convenue.

Si nous continuons à utiliser les mêmes processus pour faciliter les ordres des clients, la solution la plus efficace est de nous assurer que le client nous autorise expressément à effectuer des opérations avant la sienne avant d'effectuer une application contre son ordre. Nous savons que cette précaution n'est pas requise sur les marchés boursiers, mais elle est requise à la Bourse de Montréal. » [Traduction]

39. BMONBI a donné des conseils semblables le 13 juin 2019 dans ce qui semble être un message largement diffusé qui s'intitule [Traduction] « Rappel de conformité » (E-31 et E-20, page 104).

40. M. Lambert a contesté la position de BMONBI dans ces deux communications, dans lesquelles BMONBI informait ses équipes de négociation qu'elles pouvaient effectuer des opérations avant l'ordre d'un client (une fois que cet ordre a été reçu et avant qu'il soit affiché) et conserver les éventuelles meilleures exécutions pour la société si elles avaient le « consentement exprès » du client, la position de la Bourse étant que (contrairement à l'article 6.114 – « Priorités des ordres ») aucune exception de ce genre (même le consentement du client) n'est prévue à l'article 7.6 des Règles.

41. M. Carelli a reçu une lettre non datée (E-24, page 3), qui, selon les allégations de la Bourse à la section 5 de son Résumé des faits, lui a été remise le 13 juin 2019 par Jason Park (ce qui est conforme aux deux courriels présentés dans la pièce E-20, page 53, et corroboré par l'avocat des intimés au paragraphe 64 de son argumentaire), dont une ébauche a été distribuée aux membres de l'équipe de conformité, dont fait partie M. Moore. BMONBI a indiqué que ladite lettre serait [Traduction] « conservée au dossier et que tout autre manquement aux exigences réglementaires ferait l'objet de mesures disciplinaires ». Ladite lettre informait M. Carelli que [Traduction] « un examen détaillé de [ses] activités de négociation du 19 mars 2019 (CGBM19), ainsi que du

31 mai 2019 (CGBU19), a permis de déterminer que l'activité contrevient aux règles de l'article 7.6 de la Bourse de Montréal – Devancer une Opération » et détaillait ensuite lesdites activités de négociation.

42. La lettre précisait que [Traduction] « rien n'indiquait que le client était au courant de ces activités de négociation » (avant l'affichage de son ordre d'achat) et que « nous n'avons pas respecté la règle, car des ordres de la société ont **continué** d'être saisis après que [le client] a accepté le prix de l'ordre de client ».

43. M. Moore a déclaré que cette lettre avait été rédigée par M. Nagesvaran et remise à M. Carelli avant que l'enquête de BMONBI ne soit terminée (par le dépôt du rapport de supervision le 26 juin 2019, E-30) et qu'il n'est maintenant plus d'accord avec les conclusions de ladite lettre et ne pense plus qu'elle « caractérise adéquatement » la conduite qui a eu lieu, même s'il reconnaît qu'il l'a peut-être « examinée brièvement » à l'époque. Étrangement, il a ajouté que M. Nagesvaran avait confondu la règle concernant le devancement d'opérations (article 7.6) avec les articles 6.114 et 6.205, même si ces derniers ne sont pas mentionnés dans la lettre (E-24).

### **Témoignage des experts en l'espèce**

44. Les intimés ont déposé les rapports d'expertise du professeur James J. Angel (« **M. Angel** ») et de Naresh Tejpal (« **M. Tejpal** »), respectivement les pièces E-47 et E-51.

45. La Bourse s'est opposée aux paragraphes 1, 4, 6, 8, 16(a), 19, 33, 34, 49 et 53 à 58, inclusivement, du rapport de M. Angel (E-47), qui portent principalement sur la question du devancement d'opérations et de la meilleure exécution, et de l'approbation implicite du client à ces égards. Bien que la jurisprudence permette parfois à un expert de donner son avis sur un point litigieux, il a toujours été reconnu que la cour ou le tribunal n'est pas obligé de tenir compte de ces opinions. En l'espèce, la question ne se pose plus, car les conclusions du Comité sur le devancement d'opérations et la meilleure exécution sont contraires aux opinions des experts.

46. Comme l'indique son curriculum vitæ, M. Angel enseigne depuis 1991 à la McDonough School of Business de l'Université Georgetown, à Washington, D.C., et donne des cours sur les marchés financiers, les placements et les titres à revenu fixe, ainsi que sur les instruments financiers complexes et les produits dérivés.

47. Ses recherches « portent sur le fonctionnement des marchés financiers » (E-47, paragraphe 10) et il a visité plus de 85 bourses autorisées dans le monde pour en apprendre davantage sur le fonctionnement des marchés. Lors d'une conférence universitaire à Montréal il y a plusieurs années, M. Angel a demandé à visiter la Bourse de Montréal et son parquet. Il a lu les règles de la Bourse pour la première fois à l'automne dernier pour préparer son rapport.

48. Les parties ont convenu que M. Angel était compétent pour témoigner à titre d'expert des marchés des produits dérivés négociés en bourse et des pratiques de négociation.

49. Comme il est indiqué au paragraphe 16 de son rapport (E-47), le mandat de M. Angel en l'espèce consistait à examiner les opérations contestées du 19 mars (et non du 31 mars comme indiqué par erreur dans la section concernée de son rapport) et du 31 mai 2019, et d'indiquer : [Traduction]

(a) « si, selon lui, les intimés ont devancé des opérations au sens de l'article 7.6(a) des Règles de la Bourse de Montréal »;

- (b) si, selon lui, « BMONBI a procuré la meilleure exécution au client au sens de l'article 7.3 des Règles »;
- (c) quels sont, selon lui, « les risques associés à la saisie d'un ordre de client avant l'ordre de la société dans une opération d'application entre le client et la société dans les circonstances du marché du Groupe TMX pour les contrats sur CGB » le 31 mars (sic) et le 31 mai 2019;
- (d) si, selon lui, compte tenu du contexte et des circonstances du 31 mars (sic) et du 31 mai 2019, « il y a lieu de conclure que le client, qui est un gestionnaire de fonds institutionnel averti, aurait implicitement consenti à la saisie de l'ordre du courtier exécutant avant son ordre ».

50. M. Angel a confirmé qu'on ne lui avait pas demandé d'examiner l'article 7.6(b) des Règles ni de se prononcer sur celui-ci, l'avocat des intimés ayant déclaré que BMONBI estimait que cette clause ne s'appliquait pas en l'espèce.

51. À l'audience, lors de son interrogatoire principal, M. Angel a :

- (a) affirmé que les règles relatives à la meilleure exécution et au devancement d'opérations sont globalement semblables;
- (b) indiqué que le devancement d'une opération par un courtier portait préjudice au client, car une opération est effectuée contre le client et, par conséquent, fait augmenter le prix avant d'exécuter l'ordre du client;
- (c) précisé qu'obtenir la meilleure exécution consiste à faire de son mieux pour obtenir la meilleure offre pour son client, en tenant compte de tous les facteurs pertinents du marché;
- (d) soutenu que M. Carelli n'avait pas « pris avantage » des ordres du client, car il n'avait pas commencé à négocier avant que le client n'ait donné son accord au sujet des ordres (à savoir le nombre souhaité de contrats sur CGB et le prix) en disant « d'accord » ou d'autres termes à cet effet, de sorte que « les opérations (du client) étaient déjà effectuées »;
- (e) conclu que les opérations contestées effectuées par M. Carelli à ces deux dates ne peuvent être considérées comme un devancement d'opérations, car elles n'ont pas eu d'incidence sur le prix payé par le client comme il s'agissait d'opérations préarrangées assorties d'une limite de prix maximal ou « prix le plus défavorable ».

52. Dans son analyse des opérations du 19 mars 2019 (E-47, paragraphes 20 à 37), M. Angel formule les allégations suivantes :

- (a) BMONBI se trouvait dans une position vendeur sur les CGB de juin 2019 avant de recevoir l'ordre du client et il était donc [Traduction] « normal qu'elle achète des contrats dans le cadre normal de ses activités pour couvrir sa position vendeur », étant donné que [Traduction] « les fournisseurs de liquidité comme BMONBI préfèrent généralement détenir le moins de titres possible, car détenir des titres est cher et risqué » (E-47, paragraphe 21);
- (b) Les trois opérations contestées effectuées par M. Carelli entre 14:43:49 et 14:44:49 ne constituent pas un devancement d'opérations, car elles ont été saisies après que BMONBI s'est « formellement engagée » (à 14:43:48) à acheter 546 contrats sur CGB de juin 2019 à un prix moyen maximal de 138,04 \$ (E-47, paragraphe 33);
- (c) le prix de 138,04 \$ proposé par BMONBI pour 546 contrats était inférieur au meilleur prix disponible à 14:43:26 sur le marché pour un ordre de cette taille, et le client aurait payé un prix moyen de 138,045 \$ s'il avait tenté d'acheter les 546 contrats immédiatement (E-47, paragraphe 25);
- (d) si le client avait tenté d'acheter 546 contrats à 14:43:49, il aurait payé un prix moyen de 138,049 \$ (E-47, paragraphe 32);

(f) En passant habilement les trois opérations contestées, M. Carelli a permis à BMONBI d'exécuter l'ordre du client à un prix moyen de 138,037875 \$, ce qui est inférieur au prix proposé de 138,04 \$ et inférieur au prix que le client aurait payé s'il avait tenté d'acheter les 546 contrats sur CGB en une seule fois (E-47, paragraphe 36).

53. M. Angel a formulé les allégations suivantes dans son rapport concernant les opérations du 31 mai 2019 (E-47, paragraphes 38 à 53) :

- a) Le portefeuille de BMONBI était en position vendeur à cette date, car le client avait auparavant acheté des obligations sur le marché au comptant pour un montant d'environ 142 M\$;
- b) M. Carelli a donné 142,73 \$ comme « prix le plus défavorable » à M. Stroble, à 13:20:54 (E-47, paragraphe 43), ce prix ayant ensuite été communiqué au client par M<sup>me</sup> Li à 13:21:11 (E-47, paragraphes 44 et 45);
- c) M. Carelli a ensuite passé ses deux ordres contestés de 100 contrats à 13:21:12 et 13:21:44, ce qui, selon M. Angel, ne constituait pas un devancement d'opérations, car le « prix le plus défavorable » de 142,73 \$ avait déjà été « fixé » à 13:21:11 (E-47, paragraphes 47 à 49);
- d) grâce à la stratégie de négociation de M. Carelli, qui a consisté [Traduction] « à diviser l'ordre en plus petits blocs et à les exécuter », le client a obtenu un bien meilleur prix que s'il avait passé l'ordre de 549 contrats d'un seul coup dès le départ sur le marché, car cela [Traduction] « aurait pu perturber le marché et faire évoluer le cours défavorablement » (E-47, paragraphes 41, 42, et 50 à 52).

54. M. Angel a donc conclu son rapport comme suit (E-47, paragraphes 55 à 58) : [Traduction]

- a) « Les opérations contestées du 19 mars 2019 et du 31 mai 2019 ne constituent pas un devancement d'opérations par BMONBI au sens de l'article 7.6(a), car elles ont été saisies après que BMONBI s'est formellement engagée auprès du client à obtenir un certain prix. On ne peut pas devancer une opération une fois que le prix à obtenir pour le client a été établi. »
- b) « Dans les deux cas, les activités de négociation de BMONBI respectaient son obligation de chercher à obtenir la meilleure exécution pour le client. BMONBI s'est raisonnablement efforcée d'obtenir les conditions d'exécution les plus avantageuses possibles, compte tenu des conditions du marché à ce moment-là. Dans les deux cas, le client a obtenu des prix nettement meilleurs que ceux qui étaient disponibles dans le registre des ordres à cours limité au moment de l'ordre. »
- c) « Si BMONBI avait saisi l'ordre du client sur le marché avant l'ordre de la société, il est fort possible que l'ordre du client, vu sa taille et la liquidité affichée sur le marché, aurait perturbé le marché, ce qui aurait fait davantage fluctuer le cours des obligations du gouvernement du Canada et des contrats à terme et entraîné plus de volatilité que nécessaire dans ce segment. Du fait de l'incidence sur les cours d'une telle opération, BMONBI aurait obtenu de moins bons prix pour ses opérations de couverture. BMONBI aurait dû tenir compte de cette incidence sur le marché dans le prix qu'elle aurait proposé au client, ce qui aurait réduit la qualité de l'exécution pour le client. »
- d) « Le client, qui est un gestionnaire de fonds institutionnel averti, sait comment BMONBI apporte de la liquidité et aurait implicitement consenti à la façon dont BMONBI a traité l'opération en saisissant ses propres ordres sur le marché avant ceux du client. Dans les deux cas, le client avait accepté le prix ferme de BMONBI et ne se serait pas soucié de savoir comment ou quand BMONBI aurait par la suite couvert sa position. »

55. Le contre-interrogatoire de M. Angel a révélé ce qui suit :

- a) les documents constituant la pièce E-20, notamment les diverses lettres rédigées par M. Moore et d'autres personnes, ne lui ont jamais été présentés, pas plus que la lettre de M. Moore datée du 23 septembre 2019 (E-2, page 7);
- b) il n'a pas été mis au courant des alertes signalant un devancement d'opérations déclenchées par les opérations du 19 mars et du 31 mai 2019;
- c) sa (dernière) visite à la Bourse décrite ci-dessus remonte à environ 20 ans, lorsqu'il assistait à une conférence à Montréal.

56. Le curriculum vitæ de M. Tejpal le présente comme un [Traduction] « négociateur, responsable de la réglementation et responsable de la conformité chevronné qui compte 35 ans d'expérience dans le secteur des services financiers » et qui a travaillé dans ces domaines d'activité pour BMO, la Banque CIBC, la RBC et l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières.

57. Les parties ont convenu que M. Tejpal était compétent pour témoigner à titre d'expert en conformité réglementaire et en produits dérivés négociés en bourse. Un résumé des « preuves factuelles prévues » de M. Tejpal a été joint en Annexe B de son rapport (E-51).

58. Voici les points saillants du témoignage de M. Tejpal :

- a) les fournisseurs de liquidité gèrent le risque en couvrant leurs positions, espérant ainsi maintenir une position neutre;
- b) les contrats à terme sur CGB sont utilisés pour couvrir les obligations sur le marché au comptant sous-jacentes;
- c) les équipes de supervision de niveaux 1 et 2 de sociétés comme BMONBI utiliseront des systèmes d'alerte automatisés, qui peuvent être identiques ou non;
- d) les systèmes d'alerte ne sont pas parfaits ni infaillibles et doivent être constamment recalibrés dans le but de trouver un équilibre raisonnable entre un trop grand nombre et un trop petit nombre d'alertes;
- e) pour les opérations préarrangées, comme dans ce cas-ci, lorsque le prix proposé par la société est supérieur au cours, les sociétés ne font pas profiter des achats à un prix plus bas exécutés avant l'obtention du prix convenu, car le client a accepté de payer un certain prix, laissant tout le risque au négociateur;
- f) lorsque M. Tejpal a pris connaissance de l'affirmation contraire faite par M. Moore dans sa lettre à la Bourse datée du 23 septembre 2019 (E-2, dixième page, dernier paragraphe de la section 13), M. Tejpal a déclaré qu'il n'était pas d'accord avec M. Moore;
- g) il a examiné le rapport de M. Angel et a indiqué être d'accord avec ses conclusions, mais il n'a pas lui-même examiné les données à l'appui (enregistrements des clavardages, appels téléphoniques et des négociations).

## C. ANALYSE

### **Chef d'accusation n° 1 – Devancement d'opérations**

59. L'article 7.6 des Règles est libellé comme suit :

#### **« Devancer une Opération**

Aucun Participant Agréé, personne employée par un Participant Agréé ou agissant au nom d'un Participant Agréé ou Personne associée à un Participant Agréé ne doit :

- a) prendre avantage d'un ordre d'un client pour devancer l'Opération; ou
- b) faire des Opérations de titres inscrits basées en tout ou en partie sur des informations privilégiées

concernant des Opérations imminentes portant sur des titres, des Options ou des Contrats à Terme qui risquent d'affecter les cours de tout autre titre, Option ou Contrat à Terme, sauf lorsque lesdites Opérations sont faites exclusivement dans le but de donner un avantage au client qui est partie à l'Opération. »

60. Même si les Règles ne définissent pas le « devancement d'opérations », M. Lambert et l'avocate de la Bourse ont considéré que la couverture est autorisée entre le moment où le client et le participant agréé se mettent d'accord en confirmant les détails pertinents d'une opération, et la passation de l'ordre du client sur le marché, tant que le client profite de ces opérations de couverture, ce qui est considéré comme conforme à la formulation des alinéas (a) et (b) de l'article 7.6, étant donné que le participant n'obtient aucun avantage et que les opérations de couverture profitent exclusivement au client.

61. L'avocat des intimés a invoqué l'aveu de M. Lambert selon lequel la Bourse n'a jamais émis de directives à cet effet, mais ce fait (même s'il est vrai) n'a pas et ne doit pas avoir d'incidence sur l'interprétation de l'article 7.6.

62. L'avocat des intimés a invoqué la circulaire 077-19 de TMX datée du 22 mai 2019 (E-53), qui demandait des commentaires sur des modifications proposées de l'article 6.206 des Règles afin de prolonger le délai de déclaration des opérations en bloc de grande taille impliquant au moins 3 500 CGB, en citant seulement la dernière phrase du passage suivant (à la page 6 de la pièce E-53) :

« Il convient de souligner que la proposition n'a aucune incidence sur les règles en matière de conformité, de surveillance et de déclaration de la Bourse. Les participants qui effectuent des opérations en bloc (peu importe la taille de ces opérations et le délai de déclaration applicable) doivent se conformer aux Règles de la Bourse et sont assujettis à la surveillance de la Division de la réglementation de la Bourse. À titre de rappel, les participants sont tenus de respecter en tout temps les principes de bonne pratique commerciale dans la conduite de leurs affaires. **En ce qui concerne plus particulièrement les opérations en bloc, la Bourse désire rappeler aux participants que des pratiques telles que le fait de devancer une opération (article 7.6) sont interdites.** La Bourse estime que la prolongation du délai de déclaration contribuera aussi à la prévention de comportements indésirables de la part des participants au marché, puisque cette mesure peut faciliter l'identification des participants qui réalisent des opérations en bloc de grande taille sur CGB. À l'inverse, ne pas accorder un délai suffisant pour que ces participants puissent exécuter leur stratégie de couverture peut fausser les perceptions et perturber indûment le marché. »

63. Les intimés estiment que la dernière phrase de ce passage de la circulaire indique que la Bourse reconnaît qu'il est acceptable d'effectuer des opérations de couverture (pour son compte propre) avant d'afficher un ordre de client sur la plateforme de négociation électronique et que cette pratique constitue une exception à la règle d'interdiction de devancement.

64. Le Comité ne peut souscrire à une interprétation aussi large de la circulaire, car le passage susmentionné faisait partie d'une sollicitation de commentaires et réaffirme expressément la prééminence de l'article 7.6, notamment l'interdiction prévue à l'alinéa (a) de prendre avantage de l'ordre d'un client et l'exigence prévue à l'alinéa (b) selon laquelle les opérations fondées sur des

informations privilégiées concernant une opération imminente ne sont autorisées que dans le but de procurer un avantage au client concerné.

65. Les intimés ont également invoqué une lettre du 9 septembre 2011 adressée par Groupe TMX Inc. à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et à l'AMF (E-54) en réponse à une sollicitation de commentaires sur le document de consultation 91-402 des ACVM – Dérivés : Référentiels centraux de données concernant la déclaration des données sur les opérations sur produits dérivés de gré à gré dans les référentiels centraux de données, ainsi que l'exploitation et la gouvernance de ces référentiels, dans laquelle il a été déclaré ce qui suit :

« Le Groupe TMX appuie la recommandation du Comité d'exempter les opérations en bloc des exigences de déclaration en temps réel. La déclaration en temps réel des opérations en bloc peut mettre en péril la négociation anonyme, rendre la couverture plus coûteuse et, par conséquent, dissuader les parties de fournir de la liquidité. »

66. Le Comité ne voit pas en quoi ce passage isolé d'une lettre relative à l'établissement d'un référentiel central de données sur les produits dérivés aide à interpréter l'article 7.6.

67. En cherchant à interpréter l'article 7.6, il faut faire attention à ne pas appliquer sans discernement des définitions moins restrictives du devancement d'opérations reconnues dans d'autres territoires, car elles peuvent stipuler des exceptions qui ne se trouvent pas dans les Règles de la Bourse.

68. Par exemple, le Comité se reporte aux extraits suivants de la règle 4.1 des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM), cités par les intimés au paragraphe 77 de leur argumentaire :

« (1) Un participant ayant connaissance de l'existence d'un ordre client qui, une fois saisi, est raisonnablement susceptible d'avoir une incidence sur le cours d'un titre ou d'un dérivé ne peut, avant la saisie de cet ordre client [...] saisir un ordre propre ou un ordre non-client sur un marché [...] pour acheter ou vendre le titre, le dérivé, un titre connexe ou un dérivé connexe; (2) Un participant ne contrevient pas à l'alinéa (1) dans les cas où [...] un ordre est saisi ou une transaction est effectuée pour le compte du client pour lequel l'ordre doit être fait, [...] un ordre est sollicité pour faciliter la transaction visée par l'ordre client; [...] un ordre propre est saisi pour couvrir une position que le participant avait prise en charge avant d'avoir réellement connaissance de l'existence de l'ordre client à la condition que la couverture soit [...] proportionnelle au risque que court le participant et effectuée conformément aux pratiques habituelles du participant lorsqu'il prend ou convient de prendre en charge une position sur un titre. »

69. Par conséquent, l'article 7.6 est indépendant et le Comité n'a d'autre choix que de l'interpréter selon les termes clairs et limités dans lesquels il est rédigé. L'article 7.6 ne peut être interprété de la même manière que la règle 4.1 des RUIM, à moins que le texte ne soit modifié pour inclure des exceptions semblables.

70. La jurisprudence suivante soumise par les intimés au sujet du devancement d'opérations n'est pas utile pour interpréter l'article 7.6, car les décisions concernent clairement des cas de délits d'initié commis par des courtiers qui se sont basés sur leur connaissance de renseignements confidentiels, et non des opérations de couverture associées à des ordres de clients :

- Re Biscotti (1992), 1992 CarswellOnt 1469, 16 OSCB 31
- Re Greco (2004), 2004 CarswellOnt 3207, 27 OSCB 6975

- Re Fediuk, 2005 CarswellNat 7229

71. La jurisprudence suivante statue toujours que les textes législatifs et réglementaires clairs et non ambigus doivent simplement être appliqués, sans importer d'exceptions non formulées, et que le recours à l'intention législative n'est approprié que lorsque le texte est ambigu et reconnaît plusieurs interprétations raisonnables :

- Ontario c. Placer Dome Canada Limited, (2006) 1 S.C.R. 715, paragraphe 23
- Shell Canada Ltée c. Sa Majesté la Reine et al, (1999) 3 S.C.R. 622, paragraphes 40 et 43
- Agence du Revenu du Québec c. Des Groseillers et al., 2021 QCCA 906, paragraphes 49 à 51

72. Les opérations contestées ont été effectuées par M. Carelli 83 et 94 secondes après qu'il a pris connaissance de l'intention du client d'acheter un certain nombre de contrats sur CGB le 19 mars et le 31 mai 2019, respectivement (près de deux heures s'étant écoulées depuis l'opération sur obligations le 19 mars et cinq minutes depuis la demande d'opération sur obligations le 31 mai 2019). Étant donné que M. Carelli a admis qu'il part généralement du principe qu'une opération se produit presque toujours après que le client a exprimé son intérêt pour l'achat de CGB, le Comité conclut, puisque M. Carelli s'est comporté de la même manière aux deux dates (et a effectué ses opérations aux mêmes moments) que les opérations contestées ont été effectuées parce que M. Carelli avait connaissance d'informations privilégiées, à savoir l'intention du client d'acheter des CGB à ces dates et son désir de couvrir le risque de BMONBI sur les opérations prévues.

73. Dans tous les cas, compte tenu de l'obligation de BMONBI d'obtenir le meilleur prix pour le client (sous réserve de limites de prix maximal ou « prix le plus défavorable »), BMONBI avait le devoir, (au moins) à partir du moment où elle a appris l'intention du client d'acheter un certain nombre de CGB, d'accorder la priorité aux intérêts du client plutôt qu'à ses propres intérêts, même si M. Carelli, en effectuant les opérations contestées, couvrait réellement les risques découlant de la négociation d'obligations précédente.

74. Les intimés avancent (au paragraphe 54 de leur argumentaire) qu'ils n'ont pas « devancé » les ordres du client parce que les opérations contestées invoquées par la Bourse ont eu lieu après que BMONBI et le client se sont mis d'accord au sujet des opérations sur CGB visées par cette affaire, ce que le marché ignorait. En toute déférence, si les mots « devancer l'Opération » (c.-à-d. l'ordre du client) faisaient référence à l'accord confirmant l'ordre du client plutôt qu'à la saisie de l'ordre sur le marché, les participants ne seraient réputés enfreindre l'article 7.6 que s'ils effectuent des opérations avant de se mettre d'accord, ce qui n'a aucun sens, car une telle interprétation ne s'appliquerait qu'aux opérations effectuées par la société avant qu'elle n'ait connaissance d'un ordre imminent.

75. De plus, le Comité considère que les mots « devancer l'Opération » de l'article 7.6(a) font référence au moment où l'ordre du client est saisi dans le système de négociation électronique.

76. À cet égard, le Comité souligne que le texte français de l'article 7.6(a) distingue clairement un ordre et l'opération qui en résulte :

#### **« Devancer une Opération**

Aucun Participant Agréé, personne employée par un Participant Agréé ou agissant au nom d'un Participant Agréé ou Personne associée à un Participant Agréé ne doit :

- a) prendre avantage d'un ordre d'un client pour devancer l'Opération [...] »

77. Le mot « Opération » est défini comme suit :

« **Opération** (Trade or Transaction) signifie un contrat pour l'achat ou la vente d'un Produit Inscrit. »

78. Le Comité est également d'avis que les opérations douteuses envisagées à l'article 7.6 sont (dans ce cas, du moins) des opérations pour compte propre saisies sur le marché entre le moment où le participant et le client s'entendent confidentiellement sur les modalités de l'opération et le moment où l'ordre du client est saisi sur la plateforme de négociation électronique.

79. Il ne fait aucun doute que les ordres du client visant à acheter 546 et 549 CGB le 19 mars et le 31 mai 2019 au prix « le plus défavorable » convenu constituaient des « informations privilégiées » et que M. Carelli a effectué ces opérations avant que les ordres du client (pour les 546 et 549 CGB) soient saisis (puis exécutés).

80. Le rapport de M. Angel confirme que la situation des marchés les 19 mars et 31 mars 2019 était telle que les opérations souhaitées par le client n'auraient pas pu être réalisées au cours limite souhaité en plaçant un seul ordre sur la plateforme (E-47, paragraphes 32, et 40 à 42).

81. Le Comité estime que les opérations contestées effectuées par M. Carelli ont réduit la disponibilité (la liquidité) des contrats sur CGB pour exécuter les ordres du client, et qu'elles sont donc susceptibles d'avoir eu une incidence sur le cours des contrats sur CGB restants requis pour exécuter les ordres du client.

82. La question devient donc, aux fins de l'article 7.6(a) : les intimés ont-ils « pris avantage » des ordres du client en effectuant les opérations contestées?

83. Les intimés soutiennent que couvrir la position avant de saisir l'ordre du client est un moyen légitime de faciliter cet ordre et d'assumer le risque découlant de l'opération du client et que, ce faisant, ils n'ont pas « pris avantage » du client.

84. Dans son exposé initial, l'avocat des intimés a déclaré que les prix proposés par M. Carelli au client ont été établis en fonction du « prix le plus défavorable » (voir aussi le paragraphe 41 de l'argumentaire des intimés et le paragraphe 21 de la réponse des intimés datée du 22 septembre 2023), ce qui signifie que le prix final payé par le client pouvait être inférieur au prix maximal proposé, selon les conditions du marché.

85. Ce point a été confirmé par BMONBI, qui a finalement exécuté les ordres à un prix légèrement inférieur au prix maximal proposé, car les négociateurs agissant à titre de mandataires ont obtenu des prix moins élevés au moment de l'exécution. Par conséquent, les contrats sur CGB souscrits par les négociateurs agissant à titre de mandataires de BMONBI à des prix inférieurs aux « prix les plus défavorables » proposés le 19 mars et le 31 mai ont été livrés au client à ces prix inférieurs, et non aux « prix les plus défavorables » proposés.

86. Toutefois, les prix finalement facturés par BMONBI au client n'ont pas fait profiter à ce dernier des opérations contestées (le profit provenant des opérations de couverture effectuées par

M. Carelli avant la passation des ordres du client) le 19 mars et le 31 mai 2019. La Bourse a initialement chiffré ces profits à 6 299,75 \$ le 19 mars et à 5 425,99 \$ le 31 mai, même si l'avocate de la Bourse a concédé dans ses conclusions finales que ces montants pourraient être respectivement de 3 150 \$ et de 5 426,07 \$ (si l'on se limite aux opérations contestées).

87. Si, comme le suggèrent implicitement M. Angel (E-47, paragraphes 34, 47, 49 et 55, lorsqu'il parle de prix « fixés » ou « établis ») et M. Tejpal, le client s'était engagé à acheter les contrats sur CGB au prix le plus défavorable proposé (et pas un cent de moins), BMONBI n'aurait pas fait profiter le client du prix inférieur obtenu après la passation des ordres du client. Si BMONBI a fait profiter le client de ces ordres exécutés à un prix inférieur (après la passation des ordres du client), pourquoi la même règle ne s'appliquerait-elle pas aux ordres obtenus à des prix inférieurs par M. Carelli grâce aux opérations contestées?

88. Les intimés estiment, au paragraphe 87 de leur argumentaire, que [Traduction] « il n'est pas raisonnable d'insister sur le fait que M. Carelli aurait dû renoncer à toutes les offres plus avantageuses disponibles sur le marché, alors qu'il s'était déjà engagé à offrir un prix très favorable pour le sous-bloc et les obligations. Il est certain que [le client], un investisseur institutionnel très averti, qui surveillait le marché de près ces deux jours-là, n'a jamais eu cette attente. »

89. Si, comme l'ont indiqué BMONBI et M. Carelli (voir le paragraphe 96 ci-dessous), rien n'indique que le client était au courant des opérations contestées, le Comité ne peut accepter l'argument des intimés selon lequel le client ne s'attendait pas à profiter de ces opérations, sans compter qu'aucune preuve n'a été produite pour étayer cette affirmation.

90. De plus, si BMONBI a conservé pour elle l'avantage des opérations contestées, on ne peut pas dire que ces opérations ont été effectuées uniquement au bénéfice du client. Au contraire, elles semblent avoir été effectuées pour limiter le risque assumé par BMONBI dans l'exécution de ses obligations en vertu de chaque opération à cours limite.

91. En fait, BMONBI a reconnu son obligation contractuelle de faire profiter le client des opérations contestées dans la lettre de M. Moore à la Bourse datée du 23 septembre 2019 (E-2, 10<sup>e</sup> page, paragraphe 13), sauf entente contraire conclue avec le client, à un moment où l'enquête de BMONBI sur ces événements était apparemment terminée. Il ne s'agit pas d'une déclaration juridique fondée sur une interprétation erronée des Règles. Il s'agit en fait d'un aveu concernant les modalités de la relation contractuelle entre BMONBI et le client.

92. Le Comité estime que BMONBI ne s'est pas engagée, en proposant les prix maximaux ou « les plus défavorables » le 19 mars et le 31 mai 2019, à livrer le nombre souhaité de CGB aux prix proposés, mais à les livrer au meilleur prix possible (ce qui devrait comprendre des opérations de couverture exécutées à des prix inférieurs) et, dans tous les cas, à un prix ne dépassant pas le prix « le plus défavorable » proposé. L'engagement consistait donc à livrer le nombre souhaité de CGB au meilleur prix possible, sous réserve des prix les plus défavorables (moyenne maximale) proposés par M. Carelli. M. Angel l'a reconnu au paragraphe 2 de son rapport (E-47).

93. Bien que M. Tejpal ait exprimé son désaccord avec ladite déclaration de M. Moore, il n'était pas en mesure de contredire l'aveu factuel de ce dernier quant à la nature et aux modalités de l'entente contractuelle entre BMONBI et le client dans ce cas précis.

94. De plus, M. Moore n'a pas expressément retiré son aveu; il a simplement indiqué qu'il s'agissait du résultat d'une approche « plus prudente ».

95. L'aveu de M. Moore a également été confirmé par BMONBI dans son « Rappel de conformité » du 13 juin 2019 (E-31) et dans sa lettre non datée à M. Carelli de juin 2019 (E-24).

96. Selon M. Angel, un client averti aurait normalement été conscient des activités de couverture des intimés et y aurait consenti, mais cette opinion est contredite par l'aveu de BMONBI selon lequel [Traduction] « rien ne semble indiquer que le client était au courant de ces activités » dans sa lettre à M. Carelli (E-24) et dans son rapport de supervision daté du 26 juin 2019 (E-30), dans lequel il est indiqué que [Traduction] « **après avoir examiné plus en détail les communications relatives à ces ordres, il semble que le client ne savait peut-être pas que la société couvrirait le risque dans son propre compte à des prix inférieurs au prix de bloc convenu** ». M. Carelli a fait un aveu semblable dans son témoignage, comme il est indiqué au paragraphe 22(r) ci-dessus.

97. L'avocat des intimés soutient, aux paragraphes 21 et 22 de son argumentaire, que M. Lambert a admis que personne à la Division de la réglementation de la Bourse n'a jamais parlé à un représentant du client pendant l'enquête, que le fait que la Bourse n'ait pas appelé le client à témoigner pour indiquer si la conduite des intimés lui avait causé un préjudice ou l'avait désavantage devrait donner lieu à une inférence défavorable à ce titre, et que [Traduction] « BMONBI n'était pas tenue d'incommoder son client pour lui faire confirmer des faits évidents », puisque le client est un client qui connaît particulièrement bien la négociation d'obligations sur le marché au comptant et de CGB.

98. Le témoignage de M. Lambert reposait presque exclusivement sur le dossier documentaire fourni par BMONBI durant l'enquête de la Bourse. Si ce dossier contenait un quelconque élément incorrect ou trompeur, il incombaît aux intimés de présenter une preuve appropriée à cet égard à l'audience. Autrement, les éléments de preuve au dossier constituent des preuves contre toutes les parties concernées sur lesquelles le Comité peut s'appuyer.

99. Compte tenu des aveux susmentionnés des intimés selon lesquels le client [Traduction] « ne savait peut-être pas que la société couvrirait le risque dans son propre compte à des prix inférieurs au prix » convenu, le Comité ne peut accepter l'argument des intimés selon lequel il était [Traduction] « évident d'après le dossier » que le client était en fait au courant de la nature et de l'étendue des opérations contestées.

100. Le Comité doit donc accorder plus de crédibilité audit aveu des intimés qu'à l'affirmation contraire des experts, en l'absence d'un témoignage contradictoire du client.

101. Compte tenu de ce qui précède, le Comité estime que les intimés ont « pris avantage » des ordres du client les 19 mars et 31 mai 2019 en effectuant des opérations avant ces ordres au bénéfice de BMONBI, car cette dernière n'a pas fait profiter au client des avantages des opérations contestées, ce qu'elle était tenue de faire en vertu des accords sur le prix « le plus défavorable ».

102. En ce qui concerne l'article 7.6(b), sur lequel aucun des experts des intimés ne s'est prononcé, l'avocat des intimés a soutenu qu'il ne s'appliquait pas en l'espèce en attribuant une interprétation restrictive aux mots « qui risquent d'affecter les cours de tout autre titre, Option ou Contrat à Terme ».

103. Autrement dit, selon l'interprétation suggérée par les intimés, l'article 7.6(b) est enfreint en l'espèce seulement si les « titres, options ou contrats à terme » susceptibles d'être affectés par les opérations contestées ne sont pas du même type que le titre, l'option ou le contrat à terme qui fait l'objet de l'Opération contestée.

104. L'avocate de la Bourse a contesté cette interprétation et invoqué le texte français de l'article 7.6(b), dont la formulation contredit, selon elle, l'interprétation des intimés.

105. Bien que le Comité ne convienne pas que les textes français et anglais soient sensiblement différents sur ce point, il ne considère pas que l'interprétation restrictive de l'article 7.6(b) faite par les intimés est justifiée ou qu'elle est conforme à l'objectif évident de la règle.

106. Il serait illogique et contraire à l'intention d'empêcher le devancement d'opérations, interdiction qui existe autant pour protéger les clients que les autres participants au marché, d'interdire le devancement d'opérations dans une opération concernant (par exemple) des CGB de juin 2019 seulement si cette opération risque d'affecter la négociation d'obligations sur le marché au comptant ou de CGB de juillet ou d'août 2019 ou d'options sur d'autres produits dérivés liés aux résultats du marché de juin 2019, mais pas la négociation des autres CGB de juin 2019. Il n'existe aucune raison logique (dans ce scénario) que l'article 7.6(b) ne s'applique pas également aux opérations risquant d'affecter les cours d'autres CGB de juin 2019. C'est précisément la raison pour laquelle le devancement d'opération est interdit.

107. M. Lambert et M. Carelli étaient en désaccord sur la question de savoir si les opérations contestées « risquaient d'affecter les cours » des contrats sur CGB négociés aux deux dates en question. Toutefois, le Comité est d'avis que les mots « qui risquent d'affecter les cours de tout autre titre, Option ou Contrat à Terme » qualifient les mots « informations privilégiées concernant des Opérations imminentes », qui (dans ce cas) font référence aux ordres du client, et non aux opérations contestées de M. Carelli, qui entrent dans le sens du terme « Opérations » à la première ligne de l'alinéa (b) de l'article 7.6. Cette interprétation de l'alinéa (b) de l'article 7.6 est acceptée par les intimés aux paragraphes 62 et 82 de leur argumentaire et par la Bourse aux paragraphes 5 et 12 du Résumé des faits.

108. De plus, M. Angel a reconnu dans son rapport (E-47, paragraphes 22 à 24, 41 et 42) que les ordres du client portant sur 546 et 549 CGB auraient perturbé le marché le 19 mars et le 31 mai 2019.

109. Pour ces motifs, le Comité déclare les intimés coupables en vertu des alinéas (a) et (b) de l'article 7.6 des Règles, comme allégué dans le chef d'accusation n° 1.

### **Chef d'accusation n° 2 – Meilleure exécution**

110. Le chef d'accusation n° 2 allègue que, en ce qui concerne les ordres du client concernant 546 et 549 CGB le 19 mars et le 31 mai 2019, BMONBI n'a pas fait « preuve de diligence raisonnable afin d'exécuter chaque ordre client selon les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues compte tenu des circonstances liées à l'Opération ou à la Stratégie de Négociation et des conditions du marché au moment de l'Opération ».

111. L'article 7.3 des Règles est libellé comme suit :

#### **« Obligation de meilleure exécution**

- a) Les Participants Agréés doivent faire preuve de diligence et d'une attention raisonnable conforme aux principes d'équité commerciale, afin d'exécuter chaque ordre client selon les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues compte tenu des circonstances liées à l'Opération ou à la Stratégie de Négociation et des conditions du marché au moment de l'Opération.

b) Pour déterminer les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues, les Participants Agréés tiennent compte des facteurs généraux suivants : la Stratégie de Négociation, le prix de l'Opération, la rapidité d'exécution, la certitude d'exécution et le coût global de l'Opération. Dans le cas des Opérations stratégie et des Opérations mixtes, les Participants Agréés évaluent ces facteurs pour l'exécution globale de l'Opération, plutôt que de façon individuelle pour chaque patte de l'Opération. »

112. La Bourse allègue que le fait que BMONBI n'ait pas donné au client l'avantage des opérations contestées constitue une violation de la règle de meilleure exécution.

113. BMONBI soutient, dans les paragraphes 57 à 60 de son argumentaire, qu'elle a en réalité offert la meilleure exécution, car le nombre souhaité de contrats sur CGB (546 le 19 mars et 549 le 31 mai) n'était pas disponible sur le marché en question dans les quantités et aux prix demandés, et que le client a finalement payé moins que les prix « les plus défavorables » (138,04 \$ et 142,73 \$) proposés par M. Carelli aux deux dates.

114. Compte tenu de notre conclusion ci-dessus selon laquelle BMONBI est coupable de devancement d'opérations pour ne pas avoir donné au client l'avantage des opérations contestées, dont la valeur totale, selon les calculs de la Bourse, s'élève à 11 725,74 \$ et a été réduite par la suite (pendant la totalisation) à 8 576,07 \$, on ne peut conclure à une meilleure exécution en faveur de BMONBI.

115. Par conséquent, le Comité déclare BMONBI coupable du chef d'accusation n°2.

### **Chef d'accusation n° 3 – Priorité des ordres**

116. Le chef d'accusation n° 3 (modifié) allègue que BMONBI a contrevenu aux articles 6.114, 6.202 et 6.205(b)(ii) et (iii) des Règles en exécutant sciemment des opérations contre les ordres du client portant sur des contrats à terme pour son propre compte, sans (i) d'abord saisir les ordres du client dans le système de négociation électronique, (ii) accorder la priorité aux ordres du client et (iii) exposer les ordres du client au marché pendant le délai minimal prescrit de cinq secondes.

117. Les extraits pertinents des articles 6.202, 6.205(b)(ii) et (iii) et 6.114 sont libellés comme suit :

## i) Article 6.202 Négociation contre l'ordre d'un client (application)

Le Participant Agréé ne peut, directement ou indirectement, exécuter sciemment une Opération contre l'ordre d'un client pour son propre compte [...] sauf dans les cas suivants :

- a) l'ordre du client a d'abord été saisi dans le Système de Négociation Électronique et a été exposé au marché pendant le délai minimal prescrit à l'Article 6.205; ou
  - b) l'Opération est expressément autorisée par les Règles et est réalisée conformément à celles-ci, incluant notamment les Opérations préarrangées prévues à l'Article 6.205.

ii) 6.205(b)(i), (ii) et (iii) Opérations préarrangées

- b) Les parties à une Opération peuvent entamer des communications en vue de préarranger dans le Système de Négociation Électronique une Opération portant sur le volume minimal indiqué de dérivés admissibles lorsqu'une partie veut s'assurer qu'une contrepartie exécutera l'Opération de sens contraire, selon les conditions suivantes :

- (i) le client doit consentir à ce que le Participant Agréé entame en son nom des communications de préarrangement. Le consentement d'un client, quelle qu'en soit la forme, doit être communiqué à la Bourse sur demande;
- (ii) après la saisie du premier ordre pour l'Opération préarrangée dans le Système de Négociation Électronique, les parties doivent attendre la fin du délai indiqué ci-dessous avant de saisir le second ordre de l'Opération préarrangée : 5 secondes.
- (iii) L'ordre de la partie qui initie les communications sur l'Opération préarrangée est le premier saisi dans le Système de Négociation Électronique, à moins que les parties n'en conviennent autrement dans le cadre de leurs négociations. Le consentement d'un client, quelle qu'en soit la forme, doit être communiqué à la Bourse sur demande. Toutefois, dans le cas d'une Opération préarrangée entre un Participant Agréé et un client pour une Option sur Titre de Capitaux propres, sur fonds négocié en bourse ou sur indice, l'ordre du client est toujours saisi en premier dans le Système de Négociation Électronique, qu'il ait ou non initié les communications.

iii) **6.114 Priorité des ordres**

La gestion des priorités des ordres s'effectue suivant la chronologie de leur réception. Les ordres donnés pour le Compte de Firme des Participants Agréés donnent lieu à l'établissement d'une fiche d'ordre établie aux mêmes conditions qu'aux clients. Dans tous les cas, chaque Participant Agréé est responsable de s'assurer qu'à cours et à horodatage identiques, les ordres de la clientèle ont priorité sur les ordres professionnels de ce Participant Agréé, à moins que le client ait expressément renoncé à la priorité de son ordre et que cette renonciation soit consignée par le Participant Agréé.

118. Il ressort clairement des paragraphes 21 et 22 du Résumé des faits de la Bourse que le chef d'accusation n° 3 de la plainte vise à établir la chronologie des ordres de vente/d'achat de 546 et 549 CGB les 19 mars et 31 mai 2019, respectivement.

119. Il ne fait aucun doute que le client a initié les communications concernant ses deux ordres, que les ordres de vente (application) de BMONBI concernant 546 et 549 CGB à ces deux dates ont été saisis avant les ordres d'achat (application) du client concernant le même nombre de CGB, et que lesdits ordres d'achat du client n'ont donc pas été exposés au marché pendant le délai minimal de cinq secondes avant les ordres de vente de BMONBI.

120. BMONBI n'a apporté aucune preuve indiquant que le client avait consenti à ce que les ordres de vente de BMONBI soient saisis en premier.

121. Toutefois, M. Angel a corroboré le témoignage de M. Moore selon lequel le fait de passer les ordres d'achat du client en premier « n'avait aucun sens » lorsqu'il a affirmé dans son rapport que :

- a) saisir [Traduction] « l'intégralité de l'ordre du client dans le carnet d'ordres avant de saisir les ordres qu'il a passés pour exécuter l'ordre [...] aurait probablement fait fortement fluctuer le cours au détriment du client, car l'ordre était vraiment volumineux par rapport à la liquidité affichée » (E-47, paragraphe 6, affirmation qui est réitérée aux paragraphes 37, 42 et 57);
- b) [Traduction] « tout client averti aurait approuvé les mesures prises par BMONBI pour exécuter l'ordre, car elles ont significativement amélioré le cours pour le client » (E-47, paragraphe 6).

122. Ces déclarations de M. Angel, qui sont corroborées par les conditions réelles du marché le 19 mars et le 31 mai 2019, ne contreviennent pas à la jurisprudence citée par la Bourse à l'appui de son objection susmentionnée (paragraphe 45 ci-dessus) et sont recevables comme preuves.

123. De plus, conformément à ses observations aux paragraphes 27 et 28 de sa réponse, BMONBI a présenté une preuve crédible et non contredite indiquant que la façon la plus efficace et la plus avantageuse d'exécuter les opérations d'application pour les opérations préétablies en l'espèce était de saisir les ordres de vente de BMONBI en premier, puis les ordres d'achat du client.

124. Bien que l'argument de BMONBI à cet égard soit convaincant, le Comité se sent tenu d'appliquer la formulation claire et non ambiguë des articles 6.202 et 6.205(ii) et (iii), qui exigent une preuve du consentement effectif du client, et non un argument non corroboré fondé sur le consentement implicite.

125. BMONBI aurait pu appeler le client à témoigner afin qu'il confirme que ledit consentement a été obtenu à temps, mais elle ne l'a pas fait pour des raisons qui lui sont propres.

126. Par conséquent, le Comité déclare BMONBI coupable du chef d'accusation n° 3.

#### **Chef d'accusation n° 4 – Identification des ordres**

127. Le chef d'accusation n° 4 (modifié) allègue que BMONBI a contrevenu à l'article 6.115 des Règles, car elle ne s'est pas assurée de l'identification correcte des ordres portant sur les 546 et 549 CGB lors de leur saisie, les ordres de vente de BMONBI ayant été initialement attribués au client.

128. L'extrait pertinent de l'article 6.115 des Règles est libellé comme suit :

#### **6.115 Identification des ordres**

Les Participants Agréés doivent s'assurer de l'identification correcte des ordres lors de leur saisie dans le Système de Négociation afin d'assurer le respect des dispositions de l'Article 6.114 relatives à la gestion des priorités.

129. BMONBI a admis avoir identifié incorrectement ses ordres de vente de 546 et 549 CGB le 19 mars et le 31 mai 2019, en les attribuant initialement au client plutôt qu'à BMONBI.

130. Ces erreurs de désignation ont été corrigées après 45 minutes le 19 mars et 80 minutes le 31 mai, comme l'a admis la Bourse au paragraphe 26 de son Résumé des faits en l'espèce. Dans son témoignage, M. Moore a déclaré que ces erreurs de désignation n'étaient pas systémiques.

131. Aucune explication n'a été fournie pour l'erreur de désignation du 19 mars, mais (comme indiqué ci-dessus) M<sup>me</sup> Li a expliqué que la désignation incorrecte en tant qu'ordre du client de l'ordre de vente de BMONBI concernant 549 CGB le 31 mai 2019 est attribuable à un paramètre par défaut dans le système de BMONBI (E-25, paragraphe 4), et que cette erreur de désignation a été corrigée peu après. Le Comité suppose que l'erreur de désignation du 19 mars s'est produite pour la même raison.

132. La Bourse reconnaît que le fait que les deux erreurs de désignation ont été corrigées en moins de deux heures constitue une circonstance atténuante (Résumé des faits, paragraphe 27), mais a néanmoins insisté pour inculper BMONBI de cette violation des Règles.

133. M. Lambert a déclaré que ces erreurs de désignation étaient visibles pour les négociateurs, qui ont donc été induits en erreur par celles-ci. Son témoignage à cet égard a été contredit de façon crédible par M. Moore, M. Carelli et M. Tejpal, qui ont déclaré que les désignations des ordres ne sont pas visibles par le marché. Par conséquent, le Comité est d'avis que la Bourse n'a pas établi plus qu'une prépondérance des probabilités que les erreurs de désignation étaient visibles pour les négociateurs ou qu'un préjudice en a résulté.

134. La Bourse a cité deux décisions concernant l'erreur d'identification des ordres :

- a) dans RBC Dominion valeurs mobilières (2022 OCRCVM 19), les désignations d'ordres n'ont pas été incluses en bonne et due forme à 174 820 reprises (au moins) au cours d'une période de quatre ans, ce qui a justifié une amende de consentement de 140 000 \$;
- b) dans M Partners Inc. (2018 OCRCVM 25), il a été déclaré que les participants avaient enfreint une entente de règlement pour des infractions similaires antérieures liées à l'enregistrement approprié des ordres, et ce, en violation de leurs propres politiques et procédures internes à cet égard, ce qui a entraîné des amendes de consentement et des coûts totalisant de 200 000 \$.

135. Le Comité est d'avis que les deux transgressions involontaires et non systémiques qui se sont produites dans cette affaire et qui ont été rapidement corrigées en moins de deux heures et n'ont causé aucun préjudice ne justifient pas le dépôt d'une plainte officielle, en vertu de l'adage latin « *de minimis non curat lex* », qui a été expliqué comme suit dans la décision de la Cour suprême dans l'affaire Ontario c. Canadian Pacific Ltée, [1995] 2 R.C.S. 1031 :

« De façon plus précise, comme on peut présumer que le législateur ne voulait pas attacher de conséquences pénales à des violations négligeables ou minimes d'une disposition, le principe de l'absurdité permet d'en réduire la portée. À cet égard, le principe de l'absurdité est très proche de l'adage **de minimis non curat lex** (la loi ne se soucie pas des bagatelles). Le fondement de ce principe a été exposé par sir William Scott dans l'affaire The « Reward » (1818), 2 Dods 265, 165 E.R. 1482, aux pp. 269 et 270, et à la p. 1484 :

« La cour n'est pas tenue à une sévérité à la fois dure et pédantesque dans l'application des lois. La loi permet la qualification qui est implicite dans l'ancien adage **De minimis non curat lex**. -- En présence d'irrégularités entraînant de très légères conséquences, elle ne vise pas à infliger des peines inéluctablement sévères. Si l'écart est une vétile qui, advenant qu'elle se poursuive, n'aurait que peu ou pas d'incidence sur l'intérêt public, on pourrait légitimement l'ignorer. »

136. Ce principe a été de nouveau reconnu ou appliqué dans les décisions suivantes :

- a) Minéraux Mart Inc. c. Ministre de l'Environnement, 2021 QCTAQ 09229
- b) Chambre de l'assurance de dommages c. Fournier, 2011 CanLII 81637
- c) Chambre de la sécurité financière (« CSF ») c. Fernandez, 2005 CanLII 108
- d) CSF c. Bergeron, CDOO-0522, 25 avril 2005
- e) CSF c. Leclerc et al., 2015 QCCDCSF 46
- f) Chauvin c. Ducharme, 2007 QCCQ 12455

137. Compte tenu de ce qui précède, le Comité déclaré BMONBI non coupable du chef d'accusation n° 4.

## **Chefs d'accusation n°s 5 et 6 – Supervision inappropriée**

138. Le chef d'accusation n° 5 allègue que BMONBI a contrevenu à l'article 3.100 entre le 19 mars et le 10 octobre 2019, « car elle n'a pas établi et maintenu un système lui permettant de surveiller les activités de chacun de ses employés et personnes approuvées conçu pour assurer de manière raisonnable que les Règles soient respectées, plus précisément parce qu'elle ne disposait pas d'un système de surveillance conçu pour empêcher ou détecter de manière raisonnable le devancement d'opérations par ses personnes approuvées et ses employés ».

139. Le chef d'accusation n° 6 allègue que BMONBI a contrevenu à l'article 3.100 le 19 mars et le 31 mai 2019, car « elle ne disposait pas d'un système de surveillance conçu pour empêcher ou détecter de manière raisonnable les violations des » articles 6.114, 6.115, 6.202, 6.205 et 7.3 des Règles.

140. L'article 3.100 des Règles est libellé comme suit :

### **3.100 Supervision, surveillance et conformité**

- a) Chaque Participant Agréé, au moment de son approbation et tant qu'il le demeure, doit établir et maintenir un système lui permettant de surveiller les activités de chacun de ses employés, Personnes Approuvées et mandataires, qui est conçu pour assurer de manière raisonnable que la Réglementation de la Bourse ainsi que toute législation et réglementation qui s'appliquent aux activités reliées aux Valeurs Mobilières et aux Instruments Dérivés soient respectées. Ce système de surveillance doit contenir au moins les éléments suivants :
  - (i) l'établissement, le maintien et l'application de politiques et de procédures écrites qui soient acceptables pour la Bourse relativement au type d'activité qu'il exerce et à la surveillance de chaque employé, Personne Approuvée et mandataire du Participant Agréé, et qui sont conçues pour assurer de manière raisonnable que la législation et la réglementation applicables soient respectées;
  - (ii) des procédures conçues pour assurer de manière raisonnable que chaque employé, Personne Approuvée et mandataire du Participant Agréé comprend les responsabilités qui lui incombent aux termes des politiques et des procédures écrites mentionnées au sous-paragraphe (i);
  - (iii) des procédures pour assurer que les politiques et procédures écrites du Participant Agréé sont modifiées selon les besoins dans un délai raisonnable suivant les modifications apportées aux lois, aux règlements, aux Règles et aux politiques et que tout le personnel concerné en est avisé;
  - (iv) un nombre suffisant d'employés et de ressources pour veiller à l'application, de manière adéquate et complète, des politiques et des procédures écrites mentionnées au sous-paragraphe (i);
  - (v) la désignation d'un personnel de surveillance qui possède les compétences et le pouvoir nécessaires pour s'acquitter des responsabilités de surveillance qui lui sont confiées;
  - (vi) des procédures de suivi et d'examen pour assurer que le personnel de surveillance s'acquitte convenablement de ses fonctions de surveillance; et
  - (vii) la tenue de registres appropriés des activités de surveillance, les questions de conformité soulevées et le traitement de ces questions.
- b) Nonobstant toute autre disposition applicable dans la Réglementation de la Bourse, chaque Participant Agréé doit se conformer :
  - (i) aux Règles sur la Négociation Électronique, notamment en ce qui concerne les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance, l'autorisation d'établir

- ou d'ajuster ces contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance, ainsi que l'utilisation des systèmes automatisés de production d'ordres; et
- (ii) aux exigences de toute législation applicable à la réglementation du courtage et des comptes.

141. Le 17 septembre 2017, la Division de la réglementation de la Bourse a publié des lignes directrices concernant l'article 3.100 (onglet 21 du Dossier des sources invoquées de la Bourse), leur objectif énoncé étant de communiquer « les principes sous-jacents et les questions dont elle tient compte lorsqu'elle évalue le caractère raisonnable du système de supervision d'un participant agréé », dont les principaux points peuvent être résumés comme suit :

- a) un système de supervision raisonnablement conçu est une « obligation de moyens »;
- b) les politiques et procédures doivent être tenues à jour;
- c) le personnel doit avoir une connaissance suffisante des politiques et procédures du participant et connaître les règles de la Bourse;
- d) les opérations et les activités de négociation doivent être supervisées;
- e) les problèmes de conformité relevés doivent être examinés et transmis à un échelon supérieur et, au besoin, faire l'objet d'une enquête.

142. L'extrait pertinent des procédures de supervision de la salle des marchés de BMONBI (E-26) concernant le devancement d'opérations, fourni à la Bourse à la fin de septembre 2019, qui est cité au paragraphe 29 du Résumé des faits, est libellé comme suit : [Traduction]

#### **« 8.1.2 Devancement d'opérations**

BMO Marchés des capitaux applique une séparation logique entre les activités de mandataire et les activités pour compte propre afin d'atténuer l'exposition potentielle des ordres de clients à des comportements de négociation manipulateurs. Cette séparation est complétée par des examens quotidiens des opérations.

L'objectif de ces examens est de repérer les situations où un négociateur de la société a négocié pour le compte de la société avant une opération de client qui risquait d'avoir une incidence sur le marché. Lorsqu'il examine une opération, l'évaluateur doit tenir compte de la possibilité que le négociateur de la société ait eu connaissance au préalable de l'ordre du client, de la taille de l'ordre du client par rapport à la liquidité de l'instrument sous-jacent et de la possibilité que l'ordre du client, au vu des conditions du marché, ait une incidence sur le cours de l'instrument sous-jacent. »

143. Le document (E-26) précise ensuite que les opérations risquant d'avoir une incidence sur le marché désignent toutes les opérations de clients effectuées dans les 180 secondes suivant l'opération de la société dont le nombre cumulé est égal ou supérieur à 200 contrats sur CGB.

144. En ce qui concerne les allégations formulées aux paragraphes 30 à 38 du Résumé des faits et abordées ci-dessus, la preuve établit ce qui suit :

- a) BMONBI a contrevenu à ladite politique aux deux dates en invitant le négociateur de la société (M. Carelli) à [Traduction] « négocier le prix avec [le client] alors qu'il continuait d'effectuer des opérations pour le compte de la société sur le même titre », ce qui a permis à M. Carelli d'avoir connaissance des ordres du client au préalable;
- b) le système SMARTS n'a envoyé aucune alerte concernant les opérations contestées le 19 mars ni le 31 mai 2019, car BMONBI a choisi un calibrage par défaut inadéquat qui n'a

- détecté que de possibles devancements sur des opérations dépassant 2 % du volume quotidien des opérations sur CGB (E-20, page 61);
- c) même si BMONBI aurait dû être au courant de ce problème dans le système SMARTS le 20 mars 2019 ou peu après, elle n'a rajusté le calibrage que le 10 octobre 2019 afin que le système relève toutes les opérations dépassant 0,1 % de la valeur de négociation quotidienne de CGB. Cette modification du calibrage a accru la sensibilité du système par un facteur de 20 et M. Moore a reconnu que ce changement était important;
  - d) le système PMD a envoyé des alertes pour possibles devancements d'opérations sur contrats à terme aux deux dates, mais le responsable de la Supervision de la salle des marchés (Rajiv Menon) qui a examiné cette alerte a inscrit la note [Traduction] « **Franco pour la société et Brad pour le client - pas de préoccupation** » dans le rapport d'exceptions sur le devancement d'opérations du 19 mars (E-28, page 2). Plus tard, il a expliqué (voir le paragraphe 28(g) ci-dessus et la pièce E-20, pages 82 et 88) qu'il avait pris cette décision au sujet de ces alertes en supposant à tort que M. Carelli et le négociateur agissant à titre de mandataire travaillaient à des pupitres séparés, et que M. Carelli ne participait donc pas aux clavardages avec le client et n'avait donc aucune connaissance de ses ordres. M. Menon a admis qu'il n'avait donc pas examiné plus en détail les enregistrements de clavardage et de conversations qui prouvaient le contraire;
  - e) rien n'indique que quiconque à BMONBI ait vérifié en temps opportun les analyses de M. Menon des opérations contestées;
  - f) de plus, le système PMD n'a détecté que 2 des 200 contrats sur CGB composant les opérations contestées du 31 mai 2019, un nombre que M. Menon a qualifié de [Traduction] « très petit pour influer sur le marché » (E-20, page 88), ce qui minimise encore une fois l'importance des opérations contestées à cette date;
  - g) ni le système SMARTS ni le système PMD n'ont été aussi puissants que le système SOLA de la Bourse, qui a immédiatement détecté la possibilité d'un devancement d'opérations le 19 mars et le 31 mai 2019;
  - h) En 2019, le manuel des procédures et les documents de formation sur la conformité de BMONBI faisaient toujours référence, à plusieurs reprises, aux Règles de 2018 (et une fois à un avis de 2012 de la MX apparemment obsolète, E-27, page 5), malgré les modifications (bien que de nature largement cosmétique) entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2019, comme en témoignent (i) l'annexe E des procédures de supervision de la salle des marchés de BMONBI de 2019 (E-20, pages 83 et E-26), (ii) l'examen FQ3-2019 du devancement d'opérations (24 juillet 2019, E-20, page 179) et (iii) l'examen FQ4-2019 du devancement d'opérations (13 octobre 2019, E-20, page 188), bien que les documents non datés sur la conformité en Annexe F (E-27) fassent souvent référence à la version de 2019 des Règles de la Bourse.

145. Aux paragraphes 31 à 37 de leur réponse, les intimés nient une telle violation de l'article 3.100 pour les motifs suivants :

- a) il était évident que le client savait que M. Carelli et les négociateurs agissant à titre de mandataires participaient aux opérations et à leur exécution, de sorte que la politique susmentionnée de séparation logique des fonctions de négociation pour compte propre et à titre de mandataire de BMONBI ne s'appliquait pas à ces opérations;
- b) le fait que le superviseur de première ligne (M. Menon), qui a par la suite quitté BMONBI pour travailler pour l'Organisme canadien de réglementation des investissements, n'a pas envisagé la possibilité que, dans certaines circonstances, M. Carelli (établi à Montréal) puisse communiquer directement avec le pupitre de négociation à titre de mandataire (situé à Toronto) n'est ni pertinent ni la preuve d'un manquement à la supervision de la part de BMONBI;

- c) BMONBI a toujours pris ses responsabilités de supervision au sérieux en veillant à ce que ses programmes de supervision de première ligne et de conformité permettent de garantir raisonnablement le respect des Règles;
- d) bien que BMONBI maintienne qu'aucune violation n'a eu lieu en l'espèce, elle a néanmoins profité de l'occasion pour proposer une formation supplémentaire à ses négociateurs sur la gestion de la chronologie des ordres et a recalibré les paramètres du système SMARTS pour l'alerte de devancement d'opérations;
- e) il est inapproprié et contraire à l'intérêt public de poursuivre un participant agréé pour avoir évalué et amélioré ses programmes de conformité et avoir fourni des directives à leur sujet dans un esprit de suivi continu, cette conduite ne saurait être considérée comme l'aveu d'une insuffisance du programme de conformité et de supervision de BMONBI au moment en question.

146. Bien que les lignes directrices susmentionnées de la Bourse reconnaissent qu'un système de supervision raisonnablement conçu est une « obligation de moyens » et que, selon la jurisprudence, un tel système ne doit pas être « parfait », le Comité estime que le nombre et l'incidence des importantes lacunes et défaillances susmentionnées du système de supervision de BMONBI, même si elles ne sont pas attribuables à de la mauvaise foi de sa part, attestent d'un manquement aux exigences de l'article 3.100 des Règles, pour les raisons suivantes :

- a) les deux systèmes de détection du devancement d'opérations de BMONBI étaient insuffisants et inadaptés pour détecter les opérations contestées, même si le nombre de contrats concernés aux deux dates était supérieur au seuil de 200 contrats reconnu comme pertinent par BMONBI;
- b) il est difficile d'expliquer pourquoi BMONBI a attendu près de sept mois avant de recalibrer son système SMARTS à partir du moment où elle a pris connaissance pour la première fois de son inadéquation, un délai qui témoigne d'un manque d'engagement en temps utile pour garantir le degré de supervision requis par les Règles;
- c) le superviseur chargé d'évaluer les rapports d'exceptions a été mal informé ou mal formé quant à la possibilité et à la régularité des interactions et de la collaboration entre les employés du pupitre de négociation et les fournisseurs de liquidités, ce qui l'a mené à ne pas vérifier les journaux d'appels téléphoniques et de clavardage concernant les opérations contestées;
- d) le travail et les hypothèses de fonctionnement dudit employé n'ont pas été adéquatement supervisés ou examinés par ses supérieurs ou la deuxième ligne de défense de BMONBI en matière de conformité;
- e) chacun des facteurs susmentionnés a contribué aux manquements décrits ci-dessus des articles 7.3 et 7.6 des Règles;
- f) Les explications de BMONBI dans sa réponse n'excusent pas et ne justifient pas adéquatement ces manquements de sa part.

147. L'argument de BMONBI selon lequel les cours de formation proposés après le 31 mai 2019 ont en quelque sorte atténué la gravité de ces défaillances n'est pas pertinent pour la question de la culpabilité, mais il peut être pertinent pour déterminer la sanction appropriée.

148. Compte tenu de la conclusion du Comité concernant le chef d'accusation n° 4 ci-dessus, la question (pour le chef d'accusation n° 6) de savoir si l'article 6.115 a été enfreint n'a plus d'importance.

149. Pour ces raisons, le comité déclare BMONBI coupable des chefs d'accusation n°s 5 et 6, car elle n'a pas établi et maintenu un système de surveillance lui permettant de surveiller les activités

de chacun de ses employés et personnes approuvées conçu pour assurer de manière raisonnable que les Règles soient respectées, plus précisément parce qu'elle ne disposait pas d'un système de surveillance raisonnablement conçu pour détecter (i) le devancement d'opérations par ses personnes approuvées et ses employés et (ii) les violations des articles 6.114, 6.202, 6.205 et 7.3 des Règles.

#### **Chef d'accusation n° 7 – Devancement d'opérations non empêché**

150. Le chef d'accusation n° 7 allègue que BMONBI a contrevenu à l'article 3.101 des Règles le 19 mars et le 31 mai 2019, car elle ne s'est pas assurée que l'un de ses employés et personnes autorisées respectait l'article 7.6 des Règles concernant le devancement d'opérations.

151. L'article 3.101 des Règles est libellé comme suit :

#### **3.101 Obligation de supervision des Participants Agréés**

Chaque Participant Agréé doit s'assurer que tous ses employés, toutes ses Personnes Approuvées et le Représentant Attribué se conforment aux exigences de la Réglementation de la Bourse.

152. Compte tenu de nos conclusions ci-dessus, selon lesquelles BMONBI est coupable (i) de devancement d'opérations en vertu de l'article 7.6 et (ii) de ne pas avoir établi et maintenu un système de supervision, de surveillance et de conformité approprié conçu pour assurer de manière raisonnable la conformité aux Règles conformément à l'article 3.100, BMONBI doit être reconnue coupable de ne pas s'être assurée que ses employés et personnes autorisées respectaient les Règles, comme il est allégué dans le chef d'accusation n° 7.

### **D. CONCLUSIONS**

153. Compte tenu de ce qui précède, le Comité rend la décision suivante concernant la culpabilité en l'espèce :

**DÉCLARE** Franco Carelli coupable du chef d'accusation n° 1;

**DÉCLARE** BMONBI coupable des chefs d'accusation n°s 1, 2, 3, 5, 6 et 7;

**ACQUITTE** BMONBI du chef d'accusation n° 4;

**CONVOQUE** les parties, avec l'aide du secrétaire, à une audience concernant les sanctions à une date qui sera fixée après consultation de toutes les parties concernées.

Montréal, le 29 octobre 2025

---

George R. Hendy

Élaine Cousineau Phénix

---

Yves Ruest

---