

Re Nott et al

AFFAIRE INTÉRESSANT :

Les Règles universelles d'intégrité du marché

et

**Valeurs Mobilières TD inc., Kenneth Nott, Aidin Sadeghi,
Christopher Kaplan, Robert Nemy et Jake Poulstrup**

2010 OCRCVM 55

Formation d'instruction
de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
(conseil de section de l'Ontario)

Audience tenue les 7, 8, 9, 10, 11, 14, 15, 16, 17 et 18 décembre 2009,
les 25, 26, 27, 28 et 29 janvier, les 1^{er}, 2, 3, 4, 8, 9 et 10 février, les 30 et 31 mars 2010
Décision rendue le 30 novembre 2010, révisée le 30 avril 2011
(466 paragraphes)

Formation d'instruction :

L'honorable Stanley Kurisko, c.r. (président), Donald Lawson et Phillip Ted Norris

Avocats

James D. G. Douglas et Charles Corlett, avocats de la mise en application de l'OCRCVM

R. Paul Steep, Rene Sorrell et Alastair McNish, avocats des intimés Valeurs Mobilières TD inc., Christopher Kaplan, Robert Nemy et Jake Poulstrup

Aden Sadeghi, pour son propre compte

Kenneth Nott, pour son propre compte

Motifs et décision

INTRODUCTION

¶ 1 L'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM**) a été créé en 2008 par le regroupement de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc. (**SRM**). Dans les présents motifs, nous ne ferons pas de distinction entre l'OCRCVM et SRM et nous indiquerons partout l'OCRCVM comme l'autorité de contrôle du marché.

¶ 2 L'OCRCVM est reconnu en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹ à titre d'organisme d'autoréglementation chargé de surveiller et de réglementer la négociation de titres de participation sur les marchés qui font appel à l'OCRCVM comme fournisseur de services de réglementation. L'article 1.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* dispose que le régime de réglementation des valeurs mobilières a pour objet de

¹ L.R.O. 1990, chap. S. 5 (version modifiée).

« protéger les investisseurs » et de « favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci ».

¶ 3 Toutes les transactions sur la **BC-TSX** qui font l'objet de la présente procédure ont été effectuées par l'entremise de la Bourse de Toronto (**TSX**), de la Bourse de croissance TSX (**BC-TSX**) ou du marché NEX (**NEX**) (désignés ensemble comme les **Bourses**). Chacune de ces Bourses est réglementée par l'OCRCVM.

¶ 4 SRM a introduit et l'OCRCVM a maintenu les Règles universelles d'intégrité du marché et la Politique prise aux termes des RUIM (les **RUIM** et la **Politique prise aux termes des RUIM**) comme un ensemble de règles de négociation des titres de participation visant à préserver l'intégrité du marché, à assurer l'équité et à soutenir la confiance des investisseurs.

¶ 5 Valeurs Mobilières TD inc. (**VMTDI**) est et était un courtier en placement inscrit et un membre de l'OCRCVM et exerçait une activité intégrée reliée aux valeurs mobilières. Son activité comprenait la négociation sur les Bourses et sur d'autres marchés.

¶ 6 Kenneth Nott, Aidin Sadeghi, Christopher Kaplan, Robert Nemy et Jake Poulstrup (appelés ensemble les **personnes physiques intimées** et désignés individuellement par leur **nom de famille**) étaient des négociateurs employés par VMTDI. L'alinéa (1) de la Règle 10.4 étend l'application des RUIM aux employés d'un participant.

¶ 7 Le sous-alinéa 2.2(2)b) interdit la saisie d'ordres dans l'intention d'établir un cours acheteur de clôture factice.

¶ 8 Le personnel de l'OCRCVM dit qu'au cours de la période allant du 1^{er} mai au 31 octobre 2005 (la **période des faits reprochés**)² chacune des personnes physiques intimées a contrevenu à cette disposition en saisissant des demandes de clôture à la hausse sur NEX, la BC-TSX ou la TSX en vue d'acheter un ou plusieurs de cinq titres (désignés collectivement comme les **cinq titres**) sans aucune intention que les ordres soient exécutés et sans but légitime. Le personnel de l'OCRCVM dit que les cours acheteur de clôture à la hausse étaient factices du fait qu'ils n'étaient justifiés par aucune demande réelle à l'égard des titres et donnaient au marché une idée fausse de la performance des titres et de la demande réelle à l'égard de ceux-ci.

¶ 9 Les cinq titres (accompagnés de leur symbole boursier entre parenthèses) sont : African Copper PLC (**ACU**), Canaco Resources Inc. (**CAN.H** jusqu'au 26 mai 2005 pendant que le titre était inscrit à la cote du NEX et **CAN** à compter du 27 mai 2005, pendant que le titre était coté sur la BC-TSX), Central Canada Foods Corporation (**CDF.A**), Peterborough Capital Corp. (**PEC**) et Titanium Corporation Inc. (**TIC**).

¶ 10 Le personnel de l'OCRCVM dit que les ordres ont été saisis dans l'intention d'établir un cours acheteur de clôture à la hausse de manière à améliorer la position quotidienne des profits et pertes à l'égard d'un ou de plusieurs des cinq titres détenus par les personnes physiques intimées dans leurs portefeuilles-titres ou pour aider des collègues à améliorer leur position quotidienne de profits et pertes.

¶ 11 À partir de l'allégation selon laquelle les personnes physiques intimées ont contrevenu au sous-alinéa b) de l'alinéa (2) de la Règle 2.2 des RUIM, le personnel de l'OCRCVM allègue que, pendant la période des faits reprochés, VMTDI ne s'est pas acquittée de ses obligations de supervision de la négociation, en contravention du paragraphe 7.1 des RUIM et de la Politique 7.1 prise aux termes des RUIM.

PLAN ET APERÇU DES MOTIFS

¶ 12 La suite des présents motifs est divisée en douze **PARTIES**.

¶ 13 La **PARTIE I** (paragraphe [35] à [53]) expose le contexte factuel et des renseignements qui ne sont pas contestés.

¶ 14 La **PARTIE II** (paragraphe [54] à [79]) expose de façon détaillée les allégations et les observations du personnel de l'OCRCVM à l'encontre des personnes physiques intimées.

² Toutes les dates citées dans la présente décision sont en 2005 à moins d'indication contraire.

¶ 15 La **PARTIE III** (paragraphe [80] à [98]) expose les observations en réponse de MM. Nemy, Poulstrup et Kaplan.

¶ 16 La **PARTIE IV** (paragraphe [99] à [191]) analyse les observations opposées et conclut qu'un cours acheteur factice découle d'une intention d'établir un cours qui n'est pas justifié par une demande ou une offre réelle à l'égard d'un titre. L'intention du négociateur saisissant le cours acheteur est l'élément clé pour déterminer si une demande est factice. La formation doit donc décider si l'on peut déduire une intention illégitime des circonstances se rapportant aux demandes de clôture qui ont été saisies.

¶ 17 Adoptant une interprétation téléologique au soutien de l'article 1.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (« protéger les investisseurs » et « favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci »), la formation examine la preuve présentée par le personnel de l'OCRCVM au sujet des motifs et les schémas de négociation (fréquence de la fixation du cours acheteur de clôture, tardiveté des ordres fixant le cours acheteur de clôture, demandes portant sur un petit nombre de lots et nature illiquide des titres).

¶ 18 Sur le fondement de cette preuve, la formation conclut que le personnel de l'OCRCVM a établi la preuve *prima facie*, selon la prépondérance des probabilités, que les personnes physiques intimées avaient l'intention de se livrer à la pratique irrégulière consistant à saisir des demandes de clôture factices (DCF) à l'égard des cinq titres. Cette conclusion est étayée par des éléments de preuve directe consistant en des messages instantanés et des appels téléphoniques entre les intimés. Le rapport de Dean M. Holley, expert dont les services ont été retenus par l'OCRCVM, corrobore cette conclusion à l'égard des DCF effectuées par MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi sur le titre TIC.

¶ 19 Toutefois, la décision finale à l'égard de chaque personne physique intimée ne peut être prise que sur le fondement de l'ensemble de la preuve. La preuve et les observations présentées par chaque personne physique intimée sont discutées dans les **PARTIES** résumées ci-dessous.

¶ 20 Dans la **PARTIE V** (paragraphe [192] à [208]), l'analyse des messages instantanés échangés le 31 août 2005 par M. Nemy et Rob Dingwall, vice-président et directeur du Groupe d'exécution des transactions³), établit que M. Nemy s'inquiétait de la valeur de ses actions de TIC et qu'il ne répugnait pas à manipuler le marché. L'analyse des messages et de la conduite de M. Nemy s'y rapportant jette donc un doute sur la crédibilité de M. Nemy.

¶ 21 La **PARTIE VI** (paragraphe [209] à [227]) évalue le rapport de John Boddie, expert engagé par VMTDI.

¶ 22 M. Boddie a confiné son interprétation de la Règle 2.2 des RUIM et de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM aux données de négociation empiriques dans le contexte du marché. Cela n'est pas conforme à la méthode téléologique qu'il faut adopter dans l'analyse des transactions factices et ne tient pas compte des déclarations dans la Politique prise aux termes des RUIM portant que les catégories de manipulation explicitement énumérées ne sont pas un ensemble fini ou fermé. Donc, les opinions et les conclusions exposées dans le résumé du rapport Boddie sont fondées sur une interprétation erronée de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM. Par conséquent, le rapport Boddie n'est pas utile à l'égard des allégations de demandes de clôture factices.

¶ 23 La **PARTIE VII** (paragraphe [228] à [231]) traite des allégations à l'encontre de M. Nott. Sur le fondement des éléments reconnus par M. Nott dans son témoignage, la formation conclut que les demandes de clôture factices de l'exposé des allégations ont été prouvées.

¶ 24 La **PARTIE VIII** (paragraphe [232] à [275]) traite des allégations à l'encontre de M. Sadeghi.

¶ 25 La formation conclut que M. Sadeghi a saisi une seule demande de clôture factice sur PEC le 15 juillet et deux demandes de clôture factices sur CDF.A, l'une le 14 octobre et l'autre le 21 octobre. Aucune de ces demandes ne s'inscrivait dans un schéma de saisie de demandes de clôture factices. Toutes les autres allégations de saisie de demandes de clôture factices sont rejetées.

³ On trouvera ci-dessous au paragraphe [41] une explication de ce qu'est le Groupe d'exécution des transactions.

¶ 26 Dans la **PARTIE IX** (paragraphe [276] à [320]), la formation examine l'ensemble de la preuve et les observations concernant M. Nemy.

¶ 27 La formation conclut que la relative illiquidité de TIC et le schéma de 39 des 79 présumés demandes de clôture chez M. Nemy détaillées ci-dessous au paragraphe [28] (portant sur un petit nombre de lots réguliers et saisies dans les dernières secondes de la séance ou portant sur un grand nombre de lots réguliers et saisies dans les cinq dernières secondes de la négociation détaillée ci-dessous aux paragraphes [302] - [309]) qui augmentaient toutes le meilleur cours acheteur ont entraîné une faible probabilité d'exécution. Ces schémas de demandes joints au fait que M. Nemy avait un mobile indiscutable pour maintenir la valeur des actions de TIC et d'autres facteurs examinés dans la **PARTIE IX** réfutent la plausibilité de l'explication de M. Nemy; selon lui, ces demandes se faisaient à la minute la minute et au jour le jour dans l'intention que toutes les demandes soient acceptées en vue de la formation du cours et pour réduire le coût moyen de ses actions de TIC. La formation n'accepte pas cette explication. Le doute jeté sur la crédibilité de M. Nemy par l'analyse dans la **PARTIE V** des messages instantanés échangés le 31 août entre M. Nemy et M. Dingwall et le témoignage contradictoire de M. Nemy concernant le motif du retrait de quatre demandes vers la fin de la séance le 31 août ajoutent du poids à la conclusion de la formation au sujet du manque de crédibilité de M. Nemy.

¶ 28 La formation conclut que M. Nemy a saisi 39 demandes de clôture factices dans l'intention illégitime de maintenir la valeur de TIC aux dates suivantes indiquées dans le tableau 5 de l'exposé des allégations :

les 4, 6, 12, 13, 16, 19, 20, 24, 26 et 27 mai (total de 10)

les 9, 15, 16, 20, 21, 22, 23, 24, 27, 28, 29 et 30 juin (total de 12)

les 25, 26, 27, 28 et 29 juillet (total de 5)

les 2, 3, 4, 5 et 25 août (total de 5)

les 4, 6, 27 et 30 septembre (total de 4)

les 7, 18 et 27 octobre (total de 3)

¶ 29 Dans la **PARTIE X** (paragraphe [320] à [341]), la formation examine l'ensemble de la preuve et les observations concernant M. Poulstrup.

¶ 30 La formation conclut que M. Poulstrup a saisi 14 demandes de clôture factices dans l'intention illégitime de maintenir la valeur de TIC les 4, 5, 6, 7, 8, 11, 12, 14, 15, 18, 19, 20 et 21 juillet et le 9 août ainsi qu'il est indiqué au tableau 5 de l'exposé des allégations.

¶ 31 Dans la **PARTIE XI** (paragraphe [342] à [392]), la formation examine l'ensemble de la preuve et les observations concernant M. Kaplan.

¶ 32 La formation conclut que M. Kaplan a saisi 19 demandes de clôture factices, soit huit demandes à moins de deux secondes de la clôture les 12, 17 et 31 mai, le 13 juillet, les 29, 30 et 31 août et le 13 octobre, et 11 demandes à moins d'une seconde de la clôture les 14, 16, 17, 20 et 28 juin, les 8, 11, 12, 14 et 21 juillet et les 6 et 14 septembre.

¶ 33 De plus, M. Kaplan a saisi 18 demandes de clôture factices plus tôt dans la séance les 13, 20 et 26 mai, les 1^{er}, 2, 3, 6, 8, 22 et 23 juin, le 22 juillet, les 9, 11 et 24 août, les 1^{er} et 13 septembre et les 11 et 25 octobre.

¶ 34 La **PARTIE XII** (paragraphe [393] à [465]) traite de l'allégation que VMTDI ne s'est pas acquittée de ses obligations de supervision de la négociation, en contravention du paragraphe 7.1 des RUIM et de la Politique 7.1 prise aux termes des RUIM. L'allégation est rejetée.

PARTIE I

CONTEXTE FACTUEL ET RENSEIGNEMENTS GÉNÉRAUX

Le bureau de Burlington de VMTDI

¶ 35 Dans le cadre de son plan d'entreprise visant à augmenter son volume d'activité de négociation, VMTDI

a ouvert une sous-succursale à Burlington (**le bureau de Burlington**) en comptant générer environ 6 millions de dollars de bénéfice brut annuellement. Cette attente a été communiquée aux personnes physiques intimées. La situation a été choisie pour répondre aux desiderata des négociateurs engagés par VMTDI, qui vivaient tous dans la région de Burlington et voulaient éviter de faire la navette à Toronto.

¶ 36 Les personnes physiques intimées étaient toutes des négociateurs inscrits⁴ engagés par VMTDI pour travailler comme négociateurs de stocks⁵ (aussi appelé négociateurs pour compte propre). M. Nott travaillait au bureau de Toronto et était responsable du flux d'ordres clients en provenance des États-Unis en vue de la négociation sur la BC-TSX.

¶ 37 M. Nemy et M. Poulstrup ont chacun apporté chez VMTDI des positions acheteur sur TIC au moment où ils ont été engagés. Au cours de la période des faits reprochés, les personnes physiques intimées au bureau de Burlington ont détenu de 392 650 à 685 550 actions de TIC. M. Nemy était le plus important porteur de TIC au bureau de Burlington, détenant de 271 450 à 449 550 actions de TIC. M. Dingwall et Ray Tucker, directeur général du Groupe d'exécution des transactions, détenaient des quantités non précisées d'actions de TIC.

La méthode de calcul de la rémunération des négociateurs

¶ 38 VMTDI a convenu que les personnes physiques intimées recevraient 50 % des profits réalisés et non réalisés bruts qu'ils généraient moins les dépenses et une avance de salaire de 50 000 \$ par année, versée mensuellement.

¶ 39 Les profits réalisés bruts étaient calculés en déduisant du produit des ventes réalisé sur chaque titre le coût du titre comptabilisé par VMTDI dans ses livres. Pour calculer les profits et pertes non réalisés, on calculait d'abord la valeur de chaque titre détenu dans le compte de stocks du négociateur. On effectuait ce calcul pour chaque jour en multipliant le *cours acheteur* de clôture (par opposition au cours réel de la dernière transaction)⁶ pour chaque titre par le nombre d'actions détenues pour obtenir la valorisation au cours du marché⁷. On calculait le profit ou la perte en déduisant de cette valorisation le coût comptabilisé de la position dans les livres de VMTDI. À la fin de chaque mois, on rajustait le coût de la position des stocks pour le mois suivant en prenant le cours acheteur de clôture du titre à la clôture de la fin du mois pour valoriser la position. Du fait du rajustement du coût, il y avait disposition présumée du stock détenu à la fin du mois au cours acheteur de clôture à cette date. Le profit ou la perte découlant de cette disposition présumée était traité comme un profit ou une perte réalisé.

¶ 40 Cette rémunération fondée sur la performance était payée à MM. Nemy, Poulstrup, Kaplan et Sadeghi trimestriellement, à la fin de janvier, avril, juillet et octobre. La rémunération de M. Nott était calculée de la même façon, mais les versements étaient semestriels (à la fin d'avril et d'octobre).

Le capital

¶ 41 Les négociateurs de VMTDI au bureau de Toronto et au bureau de Burlington étaient appelés le Groupe d'exécution des transactions (**GET**). Ils avaient accès à un capital de 40 000 000 \$ au cours de la période des faits reprochés. Il n'y avait de limites formelles de capital imposées à aucun des négociateurs de stocks de VMTDI. Chaque négociateur obtenait du capital selon ses besoins, son expérience et sa performance dans la gestion du risque de marché. Cela était examiné régulièrement par M. Tucker.

¶ 42 M. Tucker a dit que le capital mis à la disposition des négociateurs pour compte propre du GET était déterminé en fonction de l'ancienneté, des résultats antérieurs et de la rentabilité. Si un négociateur démontrait

⁴ Le négociateur inscrit est un négociateur autorisé à gérer un ou plusieurs titres déterminés par la Bourse de Toronto conformément aux règles de celle-ci, ce qui comprend la responsabilité de maintenir en tout temps une fourchette de cours sur le(s) titre(s) déterminé(s) par la Bourse de Toronto. Il négocie pour le compte du courtier. Ces transactions se font dans un compte de stocks du courtier.

⁵ Un négociateur qui négocie pour le compte du courtier avec les fonds du courtier.

⁶ C'est là un fait crucial dans la présente affaire.

⁷ La formule de valorisation au cours du marché utilise le cours acheteur de clôture des positions acheteur en vue du calcul de la position des profits et pertes non réalisés des comptes de stocks.

un manque de rentabilité, cela pouvait amener M. Tucker à réduire le montant de capital à la disposition du négociateur pour compte propre. M. Tucker a convenu que plus un négociateur avait un grand accès au capital, plus les profits potentiels étaient grands pour la société et pour le négociateur.

La surveillance des profits et pertes du bureau de Burlington par le siège social de VMTDI

¶ 43 MM. Tucker et Dingwall suivaient la rentabilité quotidienne des négociateurs de stocks. Chaque jour, à la clôture du marché ou après celle-ci, les négociateurs du bureau de Burlington devaient fournir une estimation des profits et pertes de la journée. Une estimation quotidienne des profits du bureau de Burlington était envoyée à la fin de chaque jour de bourse au siège social de VMTDI pour les besoins du contrôle interne. Les classements mensuels des négociateurs pour compte propre du GET en fonction des profits étaient communiqués par VMTDI par courriel aux divers négociateurs pour compte propre. Ces classements indiquaient le rang en fonction de la rentabilité des négociateurs pour compte propre du GET, non les chiffres mêmes des profits. Par ces classements, les négociateurs pour compte propre étaient informés de ceux qui étaient les plus performants.

¶ 44 Les personnes physiques intimées savaient que le siège social de VMTDI regardait la rentabilité individuelle et collective sur une base quotidienne à la fois par le rapport du lendemain matin et en cours de séance au moyen d'un logiciel suivant les stocks en temps réel à la disposition des surveillants du pupitre de négociation et des négociateurs. M. Tucker a dit qu'un négociateur détenant une position perdante courait le risque de se faire demander de liquider la position. La perte allait être attribuée aux profits et pertes du négociateur en temps normal.

Les événements qui ont mené à la présente procédure

¶ 45 Le 4 octobre 2005, M. Nott a rapporté à M. Dingwall une grosse augmentation de sa position sur CDF.A. M. Nott a dit à M. Dingwall qu'il avait commis accidentellement une erreur de frappe dans un ordre portant sur CDF.A et avait acheté par erreur 154 000 actions. Cette transaction a fait passer sa position sur ce titre à plus de 350 000 actions. La transaction était grosse pour M. Nott, représentant à peu près 150 000 \$. Par suite de cette acquisition accidentelle, MM. Dingwall et Tucker ont appliqué des procédures de surveillance et d'enquête qui ont conduit à la suspension de MM. Nott et Sadeghi le 27 octobre 2005 et à leur congédiement le 30 novembre 2005.

¶ 46 L'affaire a été déclarée à l'OCRCVM le 16 novembre 2004 (**le rapport sur l'obligation de protection du public**). Il en est découlé une enquête exhaustive du personnel de l'OCRCVM⁸ qui a abouti à la signification de l'exposé des allégations à VMTDI le 22 février 2008.

Les témoins et la preuve à l'audience

¶ 47 Kim Stewart, enquêteuse principale sur les questions relatives au marché chez SRM et, par la suite, à l'OCRCVM, a accompli la tâche colossale de retracer et de colliger les données de négociation relatives à chacun des cinq titres au cours de la période des faits reprochés à partir de l'information fournie par le TSX⁹ ainsi que des messages instantanés et des enregistrements d'appels téléphoniques¹⁰ fournis par VMTDI¹¹. M^{me} Stewart a saisi ces renseignements dans un document synthétique appelé [TRADUCTION] Rapports sur le

⁸ La pièce 32 [TRADUCTION] (Chronologie des événements pertinents) donne la date des lettres de l'OCRCVM et de VMTDI entre le 18 novembre 2005 et le 22 octobre 2007. En outre, l'OCRCVM a demandé des entrevues avec les sept négociateurs qui étaient alors au service de VMTDI ainsi qu'avec deux surveillants de la négociation.

⁹ Cela comprenait une information détaillée sur chaque ordre saisi sur le marché, horodaté au centième de seconde, comprenant la fourchette acheteur-vendeur en découlant, la taille pour le cours acheteur et pour le cours vendeur, le numéro de négociation du courtier (le n° 7 pour VMTDI), l'identificateur du négociateur saisissant l'ordre, les transactions exécutées indiquant le nombre d'actions négociées et, de façon spécifique, par qui, la fourchette acheteur-vendeur comprenant les détails indiqués ci-dessus à la suite de chaque transaction et de chaque saisie d'ordre, les ordres annulés, le type d'ordre, comme ordre pour compte propre, ordre client et ordre non-client. Chaque entrée est présentée sur une ligne numérotée dans les RMA pour chacun des cinq titres, ce qui permet aux avocats et à la formation d'identifier aisément chaque élément.

¹⁰ Environ 7 000 appels téléphoniques ont été examinés.

¹¹ M^{me} Stewart a dit que VMTDI a été très coopérative pendant toute la durée de l'enquête.

marché annotés (RMA)¹². Chaque élément des données de négociation est inscrit sur une ligne numérotée, ce qui permet une identification rapide. La date, l'heure et le contenu de chaque message instantané et de chaque appel téléphonique sont indiqués sur une ligne numérotée dans la séquence chronologique avec les données de négociation^{13 14 15}.

¶ 48 Les RMA constituent la source d'information fondamentale pour le personnel de l'OCRCVM et les intimés. Les personnes physiques intimées n'ont pas contesté l'exactitude des données de négociation exposées dans les RMA si ce n'est le cours acheteur de clôture utilisé par le personnel de l'OCRCVM pour le calcul des positions des stocks trimestrielles des personnes physiques intimées.

¶ 49 Les témoins pour le compte de l'OCRCVM étaient M^{me} Stewart, M. Holley et Alexis Meanchoff, enquêteur principal/chef des enquêtes. VMTDI a appelé à témoigner MM. Nemy, Poulstrup, Kaplan, Dingwall, et Tucker, Mathew Cooper, chef de la conformité par intérim chez VMTDI et M. Boddie. Les avocats ont déposé des observations écrites et ont ensuite présenté des observations orales.

¶ 50 M. Sadeghi a déposé une réponse dans laquelle il nie toutes les allégations, a témoigné à l'audience, a appelé un témoin, a présenté des observations écrites et fait des observations orales. M. Nott n'a pas présenté de défense contre les allégations, si ce n'est qu'il a témoigné qu'il ne considérerait pas que ses demandes de clôture constituaient des demandes de clôture à la hausse et qu'il avait simplement « maintenu le cours acheteur »¹⁶.

Les allégations à l'encontre des personnes physiques intimées

¶ 51 L'exposé des allégations¹⁷ indique 461 demandes de clôture factices qui, allègue le personnel de l'OCRCVM, ont été saisies à l'égard des cinq titres par chacune des personnes physiques intimées au cours de la période des faits reprochés. L'Appendice B de l'exposé des allégations comporte un tableau distinct pour chacun des cinq titres. Chaque tableau donne les détails de chacune des 461 demandes de clôture factices alléguées (date, négociateur, heure, volume et cours acheteur de clôture).

¶ 52 L'avocat de l'OCRCVM dit qu'il n'est pas nécessaire de faire la preuve de chaque demande de clôture factice. Si la formation conclut qu'un (ou plusieurs) des 461 ordres fixant le cours acheteur de clôture est factice, la preuve d'une contravention au sous-alinéa b) de l'alinéa (2) de la Règle 2.2 des RUIM a été établie. Il dit que le nombre de violations prouvées a rapport à la question de la sanction, non à celle de la culpabilité.

¶ 53 L'avocat de VMTDI ne conteste pas cette position. Toutefois, il dit que l'exposé des allégations de l'OCRCVM, ses observations écrites et ses observations orales allèguent un *schéma constant* de demandes de clôture factices à l'égard des cinq titres dans la période des faits reprochés et que c'est là l'objet réel de la présente affaire¹⁸. La formation souscrit à cette position.

PARTIE II

LES ALLÉGATIONS ET LES OBSERVATIONS DU PERSONNEL DE L'OCRCVM

¶ 54 Sur la période des faits reprochés, les transactions des personnes physiques intimées exposées dans les

¹² Mathew Cooper, chef de la conformité par intérim chez VMTDI, a dit ce qui suit au sujet des RMA :

[TRADUCTION] Je ne peux décrire la quantité de travail que cela a demandé que comme monumentale. L'une des choses qui m'a impressionné dans ces rapports quand je les ai regardés et que j'ai commencé à les feuilleter, c'est clairement la quantité de travail qu'il a fallu mettre pour les produire. (Transcription, page 2725)

¹³ Le rapport sur le marché annoté coté comme pièce 18 est organisé avec des onglets distincts pour ACU (59 pages et 3 976 lignes, CDF (101 pages et 7 468 lignes), CAN (118 pages et 8 300 lignes) et PEC (65 pages et 4 654 lignes).

¹⁴ Le rapport sur le marché annoté coté comme pièce 19 comprend 352 pages et 26 333 lignes de données pour TIC.

¹⁵ Le total des pièces 18 et 19 donne 695 pages et 50 731 lignes.

¹⁶ Transcription, Nott, pages 3655 à 3659, 3668 et 3669.

¹⁷ Cahier des actes de procédure, paragraphe 22.

¹⁸ Transcription, Observations orales de M. Steep, page 4108 :

[TRADUCTION] Strictement, c'est tout à fait juste. Je ne le conteste pas. Mais fondamentalement, disons-le franchement, ce n'est pas ce sur quoi porte l'affaire, qu'il y a eu une seule DCF. Ce qui est allégué, et on le répète abondamment dans l'avis d'allégations, dans les observations écrites et dans les observations orales, c'est qu'il y a un schéma constant de DCF sur les cinq titres pendant six mois. C'est là l'objet de l'affaire que l'OCRCVM vous a présentée et c'est cela que je vais traiter.

RMA jointes à leurs communications contemporaines prouve selon la prépondérance des probabilités que les personnes physiques intimées se sont livrées régulièrement et systématiquement à la pratique manipulatrice ou trompeuse de saisie de demandes de clôture factices sur chacun des cinq titres de la façon détaillée dans l'Appendice B de l'exposé des allégations, en contravention du sous-alinéa b) de l'alinéa (2) de la Règle 2.2 des RUIIM.

¶ 55 Le mobile de cette conduite irrégulière était d'améliorer les calculs quotidiens de profits et pertes sur les positions acheteur de stocks de chacune de celles-ci à l'égard d'un ou de plusieurs des cinq titres qui étaient valorisés sur la base du cours acheteur de clôture : (i) quotidiennement pour les besoins du contrôle interne, (ii) mensuellement pour le classement des négociateurs de stocks et (iii) trimestriellement pour les besoins de la rémunération, sauf dans le cas de M. Nott qui était payé semestriellement. L'accès au capital de négociation de VMTDI constituait une autre incitation à maximiser le profit réalisé brut.

¶ 56 Les messages instantanés et les appels téléphoniques distinguent la présente affaire des affaires de manipulation du marché fondées seulement sur une activité de négociation suspecte. Lorsqu'on les examine en juxtaposition avec la négociation au moment où ils ont été faits, les messages instantanés et les appels téléphoniques fournissent une preuve claire, convaincante et solide de l'intention illégitime des personnes physiques intimées. L'absence de message ou d'appel téléphonique un jour donné ne réfute pas l'état d'esprit continu.

¶ 57 Il n'y a pas lieu d'ajouter foi aux explications après coup et aux rationalisations proposées par les personnes physiques intimées qui cherchent à escamoter leur activité au moment du message ou de l'appel téléphonique.

¶ 58 Le critère de la demande de clôture factice réside dans le point de savoir si la saisie de l'ordre fixant le cours acheteur de clôture visait un but légitime et, de ce fait, correspondait à une demande véritable, ou si les circonstances particulières de sa saisie (et entourant sa saisie) démontrent l'intention que la demande ne soit pas exécutée, mais subsiste comme demande de clôture à la fin de la séance.

¶ 59 L'analyse de ces demandes de clôture révèle un schéma présentant les caractéristiques identifiées suivantes qui se combinent en synergie pour dissimuler l'activité incorrecte des personnes physiques intimées sous une apparence de légitimité : (i) la fréquence de la fixation du cours acheteur de clôture, (ii) la tardiveté des demandes de clôture, (iii) les demandes portant sur un petit nombre de lots et (iv) l'illiquidité des titres.

Schémas ou caractéristiques des demandes de clôture

(i) La fréquence de la fixation du cours acheteur de clôture

¶ 60 M. Cooper a convenu que, si un négociateur fait quelque chose trois fois ou plus, cela peut avoir l'air d'un schéma délibéré¹⁹ :

[TRADUCTION]

Q. De sorte que, vous savez, lorsqu'on fait quelque chose une fois, ça peut être une erreur. Est-ce juste?

R. Oui.

Q. Ou ça peut être juste un comportement aberrant. Est-ce exact?

R. O. K. Oui.

Q. Et deux fois, ça peut aussi ne pas être prémédité, une erreur; est-ce juste?

R. Oui.

Q. Mais quand on arrive à trois fois ou plus, ça commence à avoir l'air

¹⁹ Transcription, p. 2901 à 2907.

d'être délibéré; n'est-ce pas?

R. C'est ce que j'ai dit à ce moment-là, oui, et je maintiendrais encore ce terme pour l'essentiel.

Q. Vous seriez toujours d'accord sur ce point; est-ce juste?

R. Oui.

¶ 61 M. Boddie, témoin expert de VMTDI, a concédé ce point. Il a dit :

[TRADUCTION]

Q. Lorsqu'on lui a posé des questions au sujet de l'activité en fin de séance de MM. Sadeghi et Nott, M. Cooper a dit quelque chose dans ce sens : Un jour, ça peut être une erreur, deux jours, ça peut être une erreur. Trois jours, ça commence à avoir l'air d'un schéma. Est-ce que vous souscrieriez à cela?

R. Euh..., je ne sais pas si trois jours, c'est le chiffre magique. Mais fondamentalement, je dirais que ça n'est pas une mauvaise prémisse²⁰.

.....

Q. Je ne parle pas des demandes découvertes. Si on effectue une demande jour après jour après jour après jour, en fin de séance, vous convenez avec moi que cela démontre une activité délibérée?

R. Oui.

Q. Et ensuite, si quelqu'un n'est pas là, ou n'est pas là très souvent, puis que soudainement quelqu'un d'autre dans le bureau est absent pour une période, et que la personne qui reste au bureau effectue jour après jour une demande en fin de séance, vous convenez avec moi que c'est un schéma?

R. Ça a l'air d'un schéma.

Q. Vous convenez avec moi que ça serait délibéré?

R. On peut le présumer²¹.

¶ 62 La tableau suivant, reproduit du paragraphe 22 du cahier des actes de procédure, résume le nombre de demandes de clôture saisies par chacune des personnes physiques intimées sur chacun des cinq titres :

²⁰ Transcription, page 3245.

²¹ Transcription, page 3246.

	ACU (1)	CAN.H/ CAN (2)	CDF.A (3)	PEC (2)	TIC (4)	Total
Personnes physiques intimées						
M. Nott	1	53	91	85		230
M. Sadeghi	50		4	1	2	57
M. Kaplan		61	4	1		66
M. Nemy					79	79
M. Poulstrup		2			27	29
Nombre total de demandes de clôture	51	116	99	87	108	461
Nombre total de jours de bourse (5)	61	124	118	124	126	
Nombre de jours comportant des demandes de clôture (6)	60	124	114	112	125	
Pourcentage de demandes de clôture par les personnes physiques intimées par rapport aux jours comportant des demandes de clôture	85 %	94 %	87 %	78 %	86 %	

- (1) Négociation chez VMTDI dans la période allant du 2 août au 27 octobre 2005.
- (2) Négociation chez VMTDI dans la période allant du 2 mai au 27 octobre 2005.
- (3) Négociation chez VMTDI dans la période allant du 10 mai au 27 octobre 2005.
- (4) Négociation chez VMTDI dans la période allant du 2 mai au 31 octobre 2005.
- (5) Nombre de dates de transaction au cours de la période examinée.
- (6) Nombre de demandes de clôture saisies pendant la période examinée. Les demandes de clôture sont des ordres d'achat qui ont été saisis à la date indiquée et sont devenus le dernier cours acheteur ou le cours acheteur de clôture pour le titre en cause. Les demandes de clôture qui découlaient d'ordres ouverts n'ont pas été incluses comme la décision de saisir ces ordres n'était pas liée aux demandes de clôture à des dates ultérieures.

¶ 63 Les données surlignées indiquent le nombre total de demandes de clôture par les personnes physiques intimées et le pourcentage de demandes de clôture par les personnes physiques intimées par rapport aux nombres de jour comportant des demandes de clôture. La fréquence disproportionnée des demandes de clôture saisies par M. Sadeghi sur ACU, par MM. Kaplan et Nott sur CAN, par M. Nott sur CDF.A et PEC, et par MM. Nemy et Poulstrup sur TIC établit une intention délibérée de la part de chacun d'eux de fixer le cours acheteur de clôture.

¶ 64 Un membre de la formation a noté qu'une demande de clôture pourrait être le résultat d'une demande effectuée plus tôt dans la séance et qui est « découverte » à cause des transactions qui sont intervenues par la suite. Un autre membre de la formation a fait observer qu'une demande de clôture pourrait avoir été saisie avant l'ouverture ou au début de la séance sans qu'il intervienne de transaction par la suite de sorte que la demande

reste pendant toute la séance.

¶ 65 En réponse, l’avocat de l’OCRCVM dit que ces demandes ne font pas exception à la théorie de l’OCRCVM sur la fixation du cours acheteur de clôture. Les personnes physiques intimées ont reconnu dans leur témoignage qu’elles suivaient le titre pendant la séance. Donc, si une demande est découverte et s’ils estiment que le cours découvert est le cours qu’ils souhaitent ou veulent, ils n’ont pas besoin de revenir sur le marché. Il en irait de même pour les demandes saisies en début de séance ou avant l’ouverture.

(ii) *La tardiveté des ordres fixant le cours acheteur de clôture*

¶ 66 Les cinq tableaux suivants reproduits du paragraphe 57 des Observations écrites du personnel de l’OCRCVM donnent une ventilation des ordres fixant le cours acheteur de clôture saisis par chacune des personnes physiques intimées à l’égard des cinq titres par comparaison à la répartition dans le temps des ordres fixant le cours acheteur de clôture saisis par les négociateurs indépendants²². Les tableaux démontrent que sur chacun des cinq titres, les personnes physiques intimées ont eu une fréquence de demandes de clôture plus grande que les négociateurs indépendants à tous les stades de la séance et particulièrement après 15 h 55, dans les cinq minutes précédant la clôture de la séance de chacune des Bourses.

[TRADUCTION]

ACU (African Copper)

Demande de clôture Négociateur	Nombre de demandes de clôture Avant 15:45	Nombre de demandes de clôture 15:45 - 15:54	Nombre de demandes de clôture Après 15:55	Nombre total de demandes de clôture
M. Sadeghi	20	10	20	50
M. Nott			1	1
Indépendants	8		1	9

CAN.H/CAN (Canaco Resources)

Demandes de clôture Négociateur	Nombre de demandes de clôture Avant 15:45	Nombre de demandes de clôture 15:45 - 15:54	Nombre de demandes de clôture Après 15:55	Nombre total de demandes de clôture
M. Kaplan	21	12	28	61
M. Nott	35	5	13	53
M. Poulstrup	1		1	2
Indépendants	7		1	8

CDF.A (Central Canada Food)

Demandes de clôture Négociateur	Nombre de demandes de clôture Avant 15:45	Nombre de demandes de clôture 15:45 - 15:54	Nombre de demandes de clôture Après 15:55	Nombre total de demandes de clôture
M. Nott	29	13	49	91
M. Kaplan	2	1	1	4
M. Sadeghi	2	1	1	4

²² Constitue un négociateur indépendant toute personne autre que l’une des personnes physiques intimées sauf dans le cas de CDF.A et PEC où un dénommé Kevin Moorhead, négociateur chez Canaccord, n’a pas été considéré comme indépendant.

M. Moorhead	2		1	
Indépendants	10		2	12

PEC (Peterborough Capital)

Demandes de clôture	Nombre de demandes de clôture	Nombre de demandes de clôture	Nombre de demandes de clôture	Nombre total de demandes de clôture
Négociateur	Avant 15:45	15:45 – 15:54	Après 15:55	
M. Nott	47	12	26	85
M. Sadeghi	1			1
M. Kaplan	1			1
M. Moorhead	4	1		5
Indépendants	19		1	20

TIC (Titanium Corporation)

Demandes de clôture	Nombre de demandes de clôture	Nombre de demandes de clôture	Nombre de demandes de clôture	Nombre total de demandes de clôture
Négociateur	Avant 15:45	15:45 - 15:54	Après 15:55	
M. Nemy	18	17	44 (31 à/après 15:59.00)	79
M. Poulstrup	14	5	8	27
M. Sadeghi	1	1		2
Indépendants	11	3	3	17

¶ 67 Les tableaux confirment l'intention délibérée des personnes physiques intimées de fixer le cours acheteur de clôture, particulièrement dans les cinq dernières minutes et, dans le cas M. Nemy, dans la dernière seconde.

¶ 68 M. Cooper a dit ce qui suit au sujet de la répartition dans le temps des ordres fixant le cours acheteur de clôture :

- Il faut vraiment mettre en question les motifs de ceux qui n'interviennent qu'en fin de séance, surtout lorsqu'ils ont de grosses positions²³.
- Si un titre ne se négocie pas pendant toute la séance, la dernière transaction ou le dernier événement n'est pas un événement aléatoire²⁴.
- S'il n'y a guère ou pas d'activité sur un titre, le cours acheteur de clôture peut être établi bien avant les deux dernières minutes de la séance²⁵.

¶ 69 M. Holley a dit que les ordres saisis vers la fin de la séance sur un titre à marché étroit ont une

²³ Transcription, page 2911.

²⁴ Transcription, page 2914.

²⁵ Transcription, page 2951.

probabilité d'exécution limitée²⁶.

(iii) Les demandes portant sur un petit nombre de lots

¶ 70 Un cours acheteur de clôture peut être établi au moyen d'un ordre d'achat d'une taille quelconque, pourvu que ce soit au moins une unité de négociation standard²⁷. Ainsi, dans le cas où une demande de clôture venait à être satisfaite, le coût marginal pour le compte de stocks à l'égard du titre était négligeable. Par contre, une demande de clôture non satisfaite aurait un impact bénéfique sur la valorisation des positions des personnes physiques intimées.

¶ 71 Les petits ordres sur des titres à cours peu élevé ont une faible probabilité d'exécution parce qu'ils ne sont pas intéressants pour les vendeurs qui doivent supporter une commission minimale sur une exécution partielle^{28 29}.

¶ 72 L'examen des ordres fixant le cours acheteur de clôture saisis par les personnes physiques intimées sur les cinq titres révèle un schéma constant (c'est-à-dire délibéré) d'ordres portant sur un ou deux lots réguliers. M. Nemy, M. Poulstrup et M. Sadeghi ont ensemble saisi 60 ordres d'achat fixant le cours de clôture (OAFCC) sur TIC pour un seul lot régulier. Tous ces ordres sauf un faisaient monter le cours acheteur³⁰.

¶ 73 M. Cooper a dit ceci au sujet la taille des ordres d'achat :

- On peut dire que si quelqu'un a une grosse position sur un titre, une demande portant sur un seul lot régulier en fin de séance suggère quelque chose d'autre qu'un but légitime³¹.
- Si l'objectif de la demande n'est pas d'acheter un titre, on effectuerait une petite demande³².

(iv) L'illiquidité des titres

¶ 74 Les cinq titres avaient des degrés variables de liquidité. L'avocat de l'OCRCVM les a décrits comme « ayant un marché étroit » ou « illiquides »³³. L'avocat de VMTDI a dit qu'ils étaient illiquides³⁴. M. Dingwall a dit qu'il ne pensait pas que TIC tombait sous la définition d'« illiquide » au cours de la période des faits reprochés³⁵. M. Nemy a dit que c'était « un titre volatil généralement liquide »³⁶. M. Tucker a dit que TIC avait un niveau de liquidité plus élevé que les cinq autres titres, mais que, comme tous les autres titres de sociétés de petite capitalisation, TIC avait tendance à se négocier sur la base de nouvelles et autour des périodes de publication du résultat, puis à devenir relativement inactif autrement³⁷.

²⁶ Rapport de Dean Holley, paragraphe 95 a).

²⁷ Communément appelée un « lot régulier », une unité de négociation standard est définie au paragraphe 1.1 des RUIM à l'égard d'un titre de participation comme :

- (i) 1 000 unités d'un titre négocié à un prix inférieur à 0,10 \$ l'unité,
- (ii) 500 unités d'un titre négocié à un prix égal ou supérieur à 0,10 \$ l'unité, mais inférieur à 1,00 \$ l'unité,
- (iii) 100 unités d'un titre négocié à un prix égal ou supérieur à 1,00 \$.

²⁸ Rapport de Dean Holley, paragraphe 95 a).

²⁹ Le rapport Boddie développe ce commentaire à la page 50 :

[TRADUCTION] Dans ce cas, les négociateurs de VMTDI payaient un coût de négociation d'environ 5,00 \$ par jour, par sens de transaction, pour chaque titre sur lequel ils négociaient. Cela signifie que, pour 10,00 \$ par jour, ils avaient un accès illimité pour négocier un titre et que leur coût marginal était nul. Toutefois, les ordres clients sont généralement assujettis à des frais de commission par transaction. Naturellement, l'existence de ces coûts de négociation plus élevés a souvent pour résultat des ordres moins nombreux et plus gros, de sorte que le coût de négociation peut être minimisé par le client.

³⁰ Rapport Holley, paragraphe 95a).

³¹ Transcription, page 2910.

³² Transcription, page 2882.

³³ Observations écrites, paragraphe 55.

³⁴ Observations écrites, paragraphe 1.

³⁵ Transcription, page 2329.

³⁶ Transcription, page 1292.

³⁷ Transcription, page 2602.

¶ 75 En contre-interrogatoire, M. Cooper a convenu qu'il est beaucoup plus facile de fausser ou de manipuler le cours de clôture ou le cours acheteur de clôture d'un titre illiquide³⁸.

¶ 76 L'importance du marché étroit sur un titre vient de ce que la probabilité d'exécution des demandes passives³⁹ est moindre et que, plus la saisie d'une demande intervient vers la fin de la séance, moins il est probable qu'elle soit satisfaite parce que le marché d'un titre qui a un faible volume ou un faible intérêt a moins de temps pour réagir et pour se former un jugement sur le cours de la demande.

¶ 77 Comme l'a reconnu M. Cooper, sur un titre à marché étroit, le négociateur peut établir le cours acheteur de clôture avec des ordres saisis un certain temps avant la clôture. Par conséquent, comme c'est le cas dans la présente affaire, lorsqu'on a une preuve convaincante d'une intention et d'une conduite chez un négociateur visant à établir le cours acheteur de clôture, le fait qu'un ordre ait été saisi bien avant la clôture ne doit pas camoufler sa nature de demande de clôture factice.

Résumé

¶ 78 Il ne s'agit pas d'une affaire de manipulation ordinaire. La conduite des personnes physiques intimées est beaucoup plus subtile qu'une méthode aisément discernable de faire monter progressivement ou par paliers le cours acheteur aux dates d'évaluation trimestrielles ou vers ces dates. En l'espèce, jour après jour, semaine après semaine et mois après mois, les personnes physiques intimées ont effectué des demandes de clôture dans le contexte du marché dans l'intention que les demandes ne soient pas satisfaites, mais restent comme cours acheteur de clôture à la fin de la séance, augmentant ainsi la valeur de leurs positions de stocks (calculées sur la base des cours acheteurs de clôture) de même que leur rémunération et leur accès au capital.

¶ 79 Cette conclusion est étayée par le rapport Holley en ce qui concerne les demandes de clôture factices de MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi sur TIC.

PARTIE III

LES OBSERVATIONS POUR LE COMPTE DE MM. NEMY, POULSTRUP ET KAPLAN

¶ 80 Ces observations seront exposées sous les titres suivants : (i) la norme de preuve, (ii) l'interprétation de l'alinéa (2) de la règle 2.2 des RUIM et de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM, (iii) les schémas de négociation allégués par le personnel de l'OCRCVM (la fréquence des ordres, la tardiveté des ordres fixant le cours acheteur de clôture, les ordres sur un petit nombre de lots, la liquidité du titre), (iii) le mobile, et (iv) résumé.

(i) La norme de preuve

¶ 81 Dans l'arrêt *F.H. c. McDougall*⁴⁰, la Cour suprême du Canada a établi que la norme de preuve applicable en matière civile est celle de la prépondérance des probabilités. Le juge Rothstein a souligné que la preuve doit être examinée attentivement dans les affaires où la liberté ou les moyens de subsistance sont en jeu. Pour cette raison, la preuve présentée par l'OCRCVM doit satisfaire à la norme de la preuve claire et persuasive et se fonder sur des éléments solides. En d'autres termes, la preuve « doit avoir la qualité d'être fiable et très convaincante⁴¹ ».

¶ 82 L'OCRCVM doit prouver le caractère factice des demandes effectuées par les personnes physiques intimées. Lorsqu'on allègue un motif ou une intention illégitime, élément constitutif de l'établissement de cours factices, la preuve qu'on en présente ne doit pas avoir un fondement probatoire ténu⁴². Les pratiques de négociation comme la saisie de petits ordres ou la saisie d'ordres tardifs, ne constituent pas à elles seules la

³⁸ Transcription, page 2914.

³⁹ Une demande passive est une demande passée à un cours inférieur au cours vendeur et ne sera satisfaite que par un ordre de vente placé pour faire la contrepartie. Une demande active est saisie au cours vendeur et aboutit donc à une transaction immédiate.

⁴⁰ [2008] 3 R.C.S. 4.

⁴¹ *Luc St. Pierre*, Avis de sanction disciplinaire de SRM daté du 31 décembre 2007, ASD 2007-006, à la page 25.

⁴² *Roche Securities Ltd (re)*, [2004], A.S.C.D. No. 400, paragraphes 109 à 111.

preuve du caractère illégitime et n'établissent pas de façon concluante la vérité des allégations de l'OCRCVM⁴³. Le mobile de la saisie d'une demande factice doit être prouvé séparément de façon convaincante.

¶ 83 Lorsque les allégations de motif illégitime dépendent d'une preuve circonstancielle exigeant que l'on fasse des déductions à partir de faits, il faut que la preuve appuie de façon claire et convaincante la déduction de l'intention illégitime⁴⁴. Si deux déductions sont possibles et que l'une d'elles est compatible avec une intention légitime, on a tort de déduire l'intention illégitime⁴⁵. Dans l'affaire *Anderson*, l'*Alberta Securities Commission* a dit ⁴⁶ :

[TRADUCTION]

... dans l'analyse de la preuve circonstancielle, le décideur doit examiner les déductions alternatives possibles. Si on applique le degré de soin et la norme de preuve qui conviennent à une affaire comme celle dont nous sommes saisis, il serait insuffisant de conclure que deux déductions alternatives sont également plausibles et de déduire ensuite l'intention illégitime. Il faut que la preuve étaye de façon claire et convaincante la déduction de l'intention illégitime.

¶ 84 Lorsque des motifs concurrents sont proposés, il est approprié, et nécessaire, pour le décideur d'examiner la plausibilité de chaque motif en fonction de la preuve⁴⁷. Chacune des personnes physiques intimées chez VMTDI a témoigné au sujet de ses motifs pour saisir les demandes et de la sincérité de son intérêt à acheter. Ces témoignages appuient la déduction d'une intention légitime.

¶ 85 On ne peut rejeter les explications données par les personnes physiques intimées sans autre forme de procès. Il faut une explication des motifs de ne pas accepter la preuve⁴⁸.

(ii) L'interprétation de l'alinéa (2) de la règle 2.2 des RUIM et de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM

¶ 86 L'objet des RUIM et de la Politique prise aux termes des RUIM est de protéger le marché des activités manipulatrices et trompeuses qui minent la confiance des investisseurs. Il s'agit donc fondamentalement de textes visant l'impact sur le marché. En font foi les nombreuses mentions du marché qu'on trouve dans les RUIM et dans la Politique prise aux termes des RUIM :

- L'alinéa (2)b) de la règle 2.2 des RUIM dispose qu'un « participant ne doit pas, directement ou indirectement, saisir un ordre ou exécuter une transaction *sur un marché* » si cela aura ou serait raisonnablement susceptible d'avoir pour effet de créer un cours acheteur factice.
- L'article 2 de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM prévoit que « ... si l'une des activités suivantes *est effectuée sur un marché* et crée ou pourrait raisonnablement être susceptible de créer ... un cours acheteur factice, la saisie de l'ordre est réputée constituer une violation de l'alinéa (2) de la règle 2.2. » Les activités qui sont ensuite énumérées ne peuvent avoir lieu que sur le marché.
- L'article 3 de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM explique ce qui « est réputé factice » pour l'application de l'alinéa (2) de la règle 2.2. L'article 3 prévoit que « [l]e fait qu'un cours précis soit ou non factice dépend des circonstances ». Il s'agit *clairement d'une référence au contexte du marché*, comme le montre la liste des facteurs énumérés⁴⁹, qui, à une exception près⁵⁰, ne peuvent être trouvés que dans les données sur le marché.

¶ 87 Sur le fondement de ce qui précède, on peut seulement conclure que l'analyse de la question de savoir si

⁴³ *Anderson (Re)*, 2007 LNABASC 72 au paragraphe 230.

⁴⁴ *Podorieszsch (Re)*, [2004] A.S.C.D. No. 360, aux paragraphes 76 à 78.

⁴⁵ *Re Hennig*, 2008 LNABSC 289 au paragraphe 1217.

⁴⁶ *Anderson*, citant la décision *Podorieszsch* aux paragraphes 76 à 78.

⁴⁷ *Anderson*, au paragraphe 50.

⁴⁸ *Law Society of Upper Canada v Neinstein*, (2010) 99 O.R. (3d) 1.

⁴⁹ a) le cours des transactions qui précèdent ou suivent, b) la fluctuation du meilleur cours vendeur, c) la liquidité récente du titre et d) l'heure de l'ordre.

⁵⁰ e) les raisons.

une demande de clôture est factice au sens de l'alinéa (2) de la règle 2.2 des RUIM et de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM doit se concentrer fondamentalement sur les données de négociation empiriques dans le contexte du marché. C'est la démarche adoptée par M. Boddie.

¶ 88 S'il n'y a pas d'apparence de facticité ou de distorsion lorsqu'on regarde le marché, c'est une preuve convaincante, bien que non concluante, que la règle RUIM n'a pas été violée.

(iii) Les schémas de négociation allégués par le personnel de l'OCRCVM

¶ 89 En affirmant qu'il y a eu des schémas de demandes au cours de la période des faits reprochés, l'OCRCVM n'a pas adopté la démarche analytique exigée par l'alinéa (2) de la règle 2.2 des RUIM et la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM. Pour établir un schéma consistant dans la fréquence de la fixation du cours acheteur de clôture, la tardiveté des demandes de clôture, etc., il faut examiner d'abord chaque ordre dans le contexte du marché pour en déterminer les caractéristiques. Une fois cet examen effectué sur la période des faits reprochés, **alors** on revient sur ces demandes pour déterminer si on peut dire que les caractéristiques peuvent être décrites comme un schéma.

¶ 90 En ce qui concerne la fréquence des ordres : Les négociateurs peuvent intervenir sur le marché d'une façon aussi active ou inactive qu'ils le décident. Ils peuvent saisir un grand nombre d'ordres parce qu'ils aiment un titre et qu'ils cherchent à l'acquérir à un moment particulier. C'est là l'essence de la négociation. Le nombre d'ordres à un moment quelconque, comme proposition de départ, est complètement neutre.

¶ 91 En ce qui concerne la tardiveté des ordres fixant le cours acheteur de clôture : Il n'y a pas de présomption de tardiveté dans la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM. Il n'y a pas de définition de la tardiveté. Il n'y a pas d'interdiction d'effectuer une demande à un moment particulier. De sorte que l'heure, à elle seule, est un facteur complètement neutre.

¶ 92 En ce qui concerne les demandes d'un petit nombre de lots : Il n'y a pas d'interdiction d'effectuer une demande d'un lot régulier ou de deux lots réguliers. Il n'y a pas de prescription dans la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM concernant la taille d'une demande. Donc, la proposition de départ est que la taille de la demande est un fait neutre. La taille indique seulement qu'à un certain moment, une certaine demande portant sur une certaine quantité a été effectuée.

¶ 93 En ce qui concerne la liquidité du titre : Il n'y a pas de présomption de facticité ou d'indices de facticité du fait qu'un négociateur a effectué une demande sur un titre dont le marché est peu actif ou qui est illiquide. Là encore, c'est un fait complètement neutre.

(iv) Les raisons ou le motif

¶ 94 Les raisons ou le motif sont un facteur purement neutre. Les courtiers en valeurs mobilières et les négociateurs exercent l'activité de négociation en vue de réaliser un profit. On peut supposer que toutes les personnes physiques intimées préféreraient réaliser des profits que subir des pertes. Il est normal que les négociateurs râlent lorsque la valeur de leurs stocks baisse au lieu de monter. Cela est compatible avec une bonne conduite tout autant qu'avec une mauvaise conduite. Encore là, c'est un facteur neutre.

¶ 95 Quoi qu'il en soit, le succès de MM. Nemy, Kaplan et Poulstrup dément le besoin ou le motif de se livrer à l'activité interdite alléguée. Pour les douze mois terminés en octobre 2005, M. Nemy a généré des profits bruts de 2 901 453 \$ et M. Poulstrup, de 473 642 \$. Pour les sept mois terminés le 31 décembre 2005, M. Kaplan a produit des profits bruts de 276 396 \$.

¶ 96 En ce qui concerne le motif, il n'y a pas de preuve claire, convaincante ou solide dans les messages instantanés ou les appels téléphoniques ou dans quoi que soit d'autre que l'accès au capital ait motivé l'une des personnes physiques intimées. C'est un argument fondé sur la théorie de l'OCRCVM, non une preuve.

Résumé

¶ 97 On ne peut tirer de déduction ou de présomption défavorable de la fréquence, du moment, de la taille ou de la liquidité. Chacun de ces éléments est une circonstance, même lorsqu'il est prouvé, qu'il faut apprécier

dans le contexte du marché.

¶ 98 Le sous-alinéa b) de l'alinéa (2) de la règle 2.2 des RUIM prévoit qu'il ne faut pas saisir d'ordre qui « aura ou serait raisonnablement susceptible d'avoir pour effet » de créer un cours acheteur factice. La Politique 2.2 prise aux termes des RUIM reprend la même interdiction. La formation doit décider si une ou plusieurs des 461 demandes de clôture qui ont été alléguées est(sont) ou pourrai(en)t être factice(s). Le caractère de chaque demande ne peut être établi qu'à partir des données sur le marché empiriques dans le contexte du marché. L'OCRCVM ne s'est pas acquitté du fardeau de prouver les demandes de clôture factices selon la prépondérance des probabilités.

PARTIE IV

L'ANALYSE

La norme de preuve dans l'arrêt *F.H. c. McDougall*

¶ 99 L'OCRCVM doit prouver les allégations selon la prépondérance des probabilités. Les observations des avocats de MM. Nemy, Kaplan et Poulstrup au sujet de la prépondérance des probabilités appellent des commentaires.

¶ 100 L'avocat de VMTDI a renvoyé correctement à l'arrêt *F.H. c. McDougall* comme l'arrêt de principe définissant la norme de preuve selon la prépondérance des probabilités en matière civile. Il a insisté sur l'examen attentif qu'il faut faire de la preuve dans les affaires où les moyens de subsistance sont en cause. Il a dit (de façon répétée) que la preuve présentée par l'OCRCVM doit satisfaire à la norme de la preuve claire et convaincante fondée sur des éléments solides. Il a dit que la preuve [TRADUCTION] « doit être fiable et **très convaincante** ». (non souligné dans l'original)

¶ 101 S'agissant de la qualité de la preuve « claire, convaincante et solide », l'avocat a dit :

[TRADUCTION] Alors gardez ces éléments à l'esprit. La charge de la preuve repose sur mes confrères. Si, au bout du compte, vous appréciez toute la preuve et dites, « Il n'y a pas suffisamment de preuve claire, solide et convaincante pour éliminer toutes ces autres possibilités », vous vous trouvez avec deux ou trois possibilités. Aucune déduction n'est possible. C'est la règle. Il faudrait que la preuve soit suffisamment **puissante** pour éliminer la possibilité de la déduction concurrente. (non souligné dans l'original)

¶ 102 Les observations concernant une preuve « très convaincante » et « puissante » impliquent une norme de preuve plus stricte que la norme établie dans l'arrêt *F.H. c. McDougall*. Les extraits suivants des motifs rédigés par le juge Rothstein exposent de façon succincte la norme de preuve civile :

(4) L'approche qui devrait désormais être celle des cours de justice canadiennes

[40] Comme l'a fait la Chambre des lords, notre Cour devrait selon moi affirmer une fois pour toutes qu'il n'existe au Canada, en common law, qu'**une seule norme de preuve en matière civile, celle de la prépondérance des probabilités. Le contexte constitue évidemment un élément important et le juge ne doit pas faire abstraction, lorsque les circonstances s'y prêtent, de la probabilité ou de l'improbabilité intrinsèque des faits allégués non plus que de la gravité des allégations ou de leurs conséquences. Toutefois, ces considérations ne modifient en rien la norme de preuve.**

.....

[45] Laisser entendre que lorsqu'une allégation formulée dans une affaire civile est grave, la preuve offerte doit être examinée plus attentivement suppose que l'examen peut être moins rigoureux dans le cas d'une allégation moins grave. **Je crois qu'il est erroné de dire que notre régime juridique admet différents degrés d'examen de la preuve selon la gravité de l'affaire. Il n'existe qu'une seule règle de droit : le juge du procès doit examiner la preuve attentivement.**

[46] De même, **la preuve doit toujours être claire et convaincante pour satisfaire au critère de la prépondérance des probabilités**. Mais, je le répète, aucune norme objective ne permet de déterminer qu'elle l'est suffisamment. Dans le cas d'une allégation grave comme celle considérée en l'espèce, le juge peut être appelé à apprécier la preuve de faits qui se seraient produits de nombreuses années auparavant, une preuve constituée essentiellement des témoignages du demandeur et du défendeur. Aussi difficile que puisse être sa tâche, le juge doit trancher. **Lorsqu'un juge consciencieux ajoute foi à la thèse du demandeur, il faut tenir pour acquis que la preuve était à ses yeux suffisamment claire et convaincante pour conclure au respect du critère de la prépondérance des probabilités.**

(5) Conclusion sur la norme de preuve

[49] En conséquence, je suis d'avis de confirmer que dans une instance civile, une seule norme de preuve s'applique, celle de la prépondérance des probabilités. **Dans toute affaire civile, le juge du procès doit examiner la preuve pertinente attentivement pour déterminer si, selon toute vraisemblance, le fait allégué a eu lieu.**

¶ 103 Les parties mises en gras des motifs cités ci-dessus expriment la substance de l'arrêt *F.H c. McDougall* et seront appliquées avec soin à tous les aspects des questions traitées.

La signification de cours acheteur factice

¶ 104 Le titre de la Règle 2.2 des RUIM et de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM est « Activités manipulatrices et trompeuses ». La Politique constitue un complément de la Règle. La Règle et la Politique ont même valeur et doivent être lues ensemble⁵¹.

¶ 105 Le sous-alinéa b) de l'alinéa (2) de la Règle 2.2 des RUIM établit l'interdiction visant le cours vendeur, le cours acheteur ou le prix de vente factices à l'égard d'un titre. L'OCRCVM allègue que les personnes physiques intimées ont contrevenu au sous-alinéa b) de l'alinéa (2) de la Règle 2.2 des RUIM, ainsi conçu :

Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas, directement ou indirectement, saisir un ordre ou exécuter une transaction sur un marché s'il sait ou devrait raisonnablement savoir que la saisie de l'ordre ou l'exécution de la transaction aura ou serait raisonnablement susceptible d'avoir pour effet de créer :

(b) un cours vendeur, un cours acheteur ou un prix de vente factices à l'égard du titre ou d'un titre connexe.

¶ 106 Dans l'affaire *Re Podoriesz*⁵², l'*Alberta Securities Commission* a interprété la signification du terme « cours factice » dans le cadre de l'article 93(b) du *Securities Act* de l'Alberta. Cette disposition est presque identique au sous-alinéa b) de l'alinéa (2) de la Règle 2.2 des RUIM. Bien que l'affaire d'Alberta traite de transactions de clôture et que la présente affaire porte sur des demandes de clôture, les allégations et les questions dans l'affaire *Podoriesz* sont similaires à celles dont est saisie la formation, c'est-à-dire que les deux affaires traitent de cours factice, qu'il s'agisse d'une transaction ou d'une demande.

¶ 107 Les frères Podoriesz étaient accusés d'avoir acheté des actions d'Anthony Clark International Insurance Brokers Ltd (ACL) sur le TSX à un cours supérieur au cours antérieur (en hausse) d'une manière telle que ces achats soient la dernière transaction de la séance. Le personnel alléguait que les intimés avaient fait ces achats alors qu'ils savaient ou auraient dû raisonnablement savoir que les achats créaient ou pouvaient avoir pour résultat un cours factice des actions d'ACL, en contravention de l'article 93(b) du *Securities Act* de

⁵¹ Le paragraphe 1.1 des RUIM définit les Règles et les Politiques comme des « exigences » dans le cadre des RUIM. L'article des RUIM sur la conformité (l'article 10) et plus particulièrement le paragraphe 10.1 et le paragraphe 10.4 des RUIM renvoient soit aux exigences soit, dans le cas du paragraphe 10.4, aux Règles et aux Politiques.

⁵² [2004] A.S.C.D. No. 360.

l'Alberta et à l'encontre de l'intérêt public.

¶ 108 Voici un extrait de ce que l'*Alberta Securities Commission* a dit au sujet du cours factice :

[TRADUCTION]

89 Nous concluons que, pour apprécier si un cours est factice, il est pertinent d'examiner si l'une ou l'autre des parties à une transaction agit ou non en réponse à une demande ou une offre réelle à l'égard d'un titre.

¶ 109 La description du « cours factice » dans l'affaire *Podorieszach* a été acceptée dans deux affaires ultérieures devant l'*Alberta Securities Commission*⁵³. Dans l'affaire *Re Sears Canada Inc.*⁵⁴, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a renvoyé à l'affaire *Podorieszach* et a dit⁵⁵ :

[TRADUCTION]

Qu'est ce qu'un « cours factice » à l'égard d'un titre? Un cours factice à l'égard d'un titre est un cours qui diffère du cours qu'on constaterait si le marché avait fonctionné librement et justement sur la base de l'offre et de la demande véritables du marché.

¶ 110 Dans la décision *Re Shambleau*⁵⁶, rendue à la suite d'une audience disciplinaire de SRM. tenue en vertu de l'article 11.26 du *Règlement général* de la Bourse de Toronto (texte remplacé par les RUIM), la formation d'instruction a dit qu'une demande vers la fin de la séance qui ne permettait pas raisonnablement une réponse du marché était la preuve qu'il n'y avait pas d'intention véritable d'effectuer un achat des actions.

¶ 111 Dans l'affaire *Podorieszach*, sous le titre [TRADUCTION] « La mens rea ou l'intention », l'*Alberta Securities Commission* a dit⁵⁷ :

[TRADUCTION]

... nous pensons que, compris en contexte, le motif ou l'intention est pertinent pour déterminer si le second élément de l'article 93(b) est présent, à savoir si un cours factice est créé ou pourrait en découler.

¶ 112 Les affaires citées ci-dessus appuient la conclusion qu'un cours factice découle d'une situation où il existe une intention d'établir un cours qui n'est pas justifiée par une demande ou une offre réelle à l'égard d'un titre. Dans la présente affaire, la question est de savoir si la saisie des ordres fixant le cours acheteur de clôture visait un *but légitime*, et correspondait donc à une demande véritable, ou si les circonstances particulières de leur saisie (et entourant leur saisie) démontrent l'intention que les demandes ne soient pas exécutées, mais restent plutôt comme cours acheteur de clôture à la fin de la séance.

¶ 113 Bref, l'intention de la personne saisissant le cours acheteur est la clé pour déterminer si la demande est factice. La formation doit décider si une intention illégitime peut se déduire des circonstances relatives aux demandes qui ont été saisies.

Quelle preuve peut être considérée relativement aux demandes qui ont été saisies?

¶ 114 L'avocat de MM. Nemy, Kaplan et Poulstrup dit que la preuve pertinente sur le point de savoir si une demande de clôture est factice au sens de l'alinéa (2) de la Règle 2.2 et de la Politique 2.2 doit être axée fondamentalement sur les données de négociation empiriques dans le contexte du marché. Il dit que c'est la démarche adoptée par M. Boddie.

¶ 115 La formation est en désaccord avec cette observation.

¶ 116 Pour décider quelle preuve est pertinente sur le point de savoir si une demande est factice, la formation

⁵³ *Roche Securities Ltd.*, [2004] A.S.C.D. No. 400, paragraphes 53 à 62; *Re Anderson*, 2007 ABASC 97, paragraphe 44; infirmée sur d'autres motifs par *Anderson v. Alberta Securities Commission*, [2008] A.J. No. 516.

⁵⁴ 2006 LNONOSC 1044.

⁵⁵ Paragraphe 127.

⁵⁶ [2003] R.S.D.D. No. 3.

⁵⁷ Paragraphe 75.

conclut qu'il faut adopter une démarche compatible avec l'article 1.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, qui dispose que l'objet du régime de réglementation des valeurs mobilières est de « protéger les investisseurs » et de « favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci ». Les RUIM et la Politique prise aux termes des RUIM ont été édictées en vue d'atteindre ces objectifs comme un ensemble de règles sur la négociation des titres de participation visant à transposer les valeurs fondamentales de la *Loi sur les valeurs mobilières*.

¶ 117 La jurisprudence citée ci-dessous justifie une « méthode téléologique » d'interprétation des RUIM et de la Politique prise aux termes des RUIM.

¶ 118 Dans l'affaire *Kasman (Re)* 2008, 31 OSCB 11605, la question était de savoir si le personnel de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (**ACCOVAM**) avait le pouvoir en vertu de l'article 27.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de déposer auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (**la Commission**) un avis de demande de révision d'une décision d'une formation disciplinaire de l'ACCOVAM. Dans sa décision écrite, la Commission a dit :

[TRADUCTION]

48 Nous acceptons que, pour l'interprétation de l'article 21.7 de la Loi, nous devons adopter une méthode téléologique, en lisant les termes de la Loi « dans leur contexte global et en suivant le sens ordinaire et grammatical qui s'harmonise avec l'esprit de la loi, l'objet de la loi et l'intention du législateur » ... Par conséquent, les mots de l'article 21.7 doivent s'interpréter en fonction du contexte à la lumière de toutes les circonstances qu'on nous a présentées dans la présente affaire...

.....

55 Par conséquent, nous acceptons que l'article 21.7 de la Loi doit s'interpréter selon la méthode téléologique pour donner effet aux objectifs de réglementation primordiaux de la Loi et au rôle important de l'ACCOVAM pour atteindre ces objectifs. À notre avis, il est conforme au rôle d'autoréglementation de l'ACCOVAM qu'elle ait la qualité pour présenter à la Commission, en vertu de l'article 21.7 de la Loi, une demande de révision d'une décision d'une formation d'instruction qui affecte directement sa capacité de remplir son mandat de réglementation.

¶ 119 Dans l'affaire *Taub v. Investment Dealers Assn. of Canada* (2009) (98) O.R. (3d) 169, la Cour d'appel de l'Ontario a interprété la signification du paragraphe 21.1(3) de la *Loi sur les valeurs mobilières* qui autorise l'ACCOVAM, organisme d'autoréglementation reconnu par la Commission, à réglementer la conduite de ses membres.

¶ 120 M. Taub avait donné sa démission comme membre de l'ACCOVAM en 2004. L'ACCOVAM a engagé une procédure disciplinaire à l'encontre de M. Taub en 2005. M. Taub a fait valoir que l'ACCOVAM n'avait pas compétence à son égard parce qu'il avait cessé d'être membre avant que la procédure contre lui soit engagée. La formation d'instruction de l'ACCOVAM a conclu que celle-ci avait conservé sa compétence. La Commission a confirmé la décision de la formation d'instruction, en statuant que celle-ci n'avait pas commis d'erreur de droit, c'est-à-dire que son interprétation de la Loi était correcte. La Cour divisionnaire a conclu que le paragraphe 21.1(3) limitait la compétence disciplinaire de l'ACCOVAM à ses membres actuels et que la disposition ne pouvait être étendue aux anciens membres sans forcer la signification de la Loi.

¶ 121 En rétablissant la décision de la Commission, la Cour d'appel a confirmé que, sur le plan de la politique, l'interprétation du paragraphe 21.1(3) devrait être compatible avec l'objet et le régime réglementaire de la loi. La juge Feldman a dit :

[TRADUCTION]

44 Enfin, la CVMO a conclu que, sur le plan de la politique, parce que les statuts et les règles de l'ACCOVAM font « partie des bases mêmes de la réglementation des valeurs mobilières » en Ontario, « il serait contraire à l'intérêt public de permettre au

demandeur de se soustraire à cette réglementation en donnant simplement sa démission comme membre de l'ACCOVAM ». La CVMO a souscrit à la position exprimée par le personnel de l'ACCOVAM selon laquelle l'interprétation de l'intimé minerait la capacité de l'ACCOVAM d'assurer la discipline de ses membres et serait ainsi incompatible avec son obligation de protéger l'intérêt public.

.....

52 Enfin, pour prendre sa décision sur l'interprétation correcte du paragraphe 21.1(3), la CVMO a appliqué son expertise à l'égard du secteur des valeurs mobilières et a examiné s'il était compatible avec l'objet du régime législatif et réglementaire des OAR [organisme d'autoréglementation] qu'ils aient le pouvoir de sanctionner les anciens membres pour les fautes qu'ils auraient commises pendant qu'ils étaient membres.

¶ 122 La méthode téléologique pour déterminer si un cours acheteur est factice est en harmonie avec les dispositions de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM, qui indiquent que les catégories de manipulation énumérées ne sont pas un ensemble fini ou fermé :

- La Politique 2.2 prise aux termes des RUIM décrit ce qui est interdit par l'alinéa (2) de la Règle 2.2 des RUIM « sans que soit limitée la portée générale de cet alinéa »;
- En traitant la notion de « cours factice », l'article 3 de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM n'établit pas une série restreinte de critères prescrits ou un ensemble particulier d'indices de l'établissement de cours factices. L'article 3 définit « **certain**s facteurs pertinents ». (non souligné dans l'original)

¶ 123 Dans l'affaire *Podoriesz*, l'*Alberta Securities Commission* a dit :

[TRADUCTION]

84 La Loi ne définit pas « cours factice », et nous avons trouvé peu de jurisprudence utile sur ce point. À notre avis, le meilleur moyen de déterminer le sens de cette expression est de la considérer dans le contexte de la Loi et dans le cadre de la réglementation des valeurs mobilières établi par la Loi.

¶ 124 Adoptant une méthode téléologique, l'*Alberta Securities Commission* a considéré les circonstances pertinentes *en dehors* du contexte du marché. Elle a énuméré un certain nombre de motivations possibles pour les cours de clôture à la hausse, dont le fait que les intimés avaient un investissement considérable dans ACL. La Commission a conclu que les intimés, à maintes reprises pendant la période des faits reprochés, avaient saisi des ordres d'achat portant, dans la plupart des cas, sur un ou deux lots réguliers d'actions d'ACL à un cours supérieur au cours de l'achat antérieur, saisis peu de temps avant la clôture et exécutés comme la dernière transaction, fixant le cours de clôture de la séance. (On notera les similarités avec les caractéristiques des demandes de clôture sur TIC en ce qui concerne le mobile, la taille et l'heure). Sur la base de ces faits, l'*Alberta Securities Commission* a jugé que les intimés s'étaient livrés à des achats de clôture à la hausse au moins neuf jours pendant la période des faits reprochés⁵⁸.

Les conclusions au sujet de la preuve qui peut être considérée

¶ 125 Pour décider quelle preuve est pertinente par rapport à la question de savoir si une demande est factice, il faut adopter une méthode téléologique, c'est-à-dire une démarche qui s'inspire de l'article 1.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, qui dispose que le régime de réglementation des valeurs mobilières a pour objet de « protéger les investisseurs » et de « favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci ». Les RUIM et la Politique prise aux termes des RUIM ont été édictées en fonction de ces objectifs comme un ensemble de règles de négociation des titres de participation visant à transposer les valeurs

⁵⁸ M. Holley donne la définition suivante du cours de clôture à la hausse : [TRADUCTION] « ... la pratique consistant à saisir un ordre d'achat ou une série d'ordres d'achat sur un titre coté dans le but de faire monter le cours de clôture ou le cours acheteur de clôture du titre par rapport à ce qu'il aurait été selon le jeu ordinaire de l'offre et de la demande. » *Re Podoriesz*, paragraphe 54.

fondamentales de la *Loi sur les valeurs mobilières*.

¶ 126 L'article 3 de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM prévoit : « Le fait qu'un cours précis soit ou non factice dépend des circonstances ». Cela ne signifie pas que les circonstances sont restreintes aux données de négociation empiriques dans le contexte du marché ou devraient être axées sur ces données (comme le propose l'avocat de MM. Nemy, Kaplan et Poulstrup).

¶ 127 L'article 3 de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM énumère « certains facteurs pertinents pour établir si un cours est factice⁵⁹ ». L'emploi du mot « certains » ouvre la porte à des facteurs additionnels. Parmi les circonstances particulières de la présente affaire, il y a la preuve circonstancielle de la fréquence de fixation du cours acheteur de clôture, de la tardiveté des demandes de clôture, des demandes d'un petit nombre de lots, de l'illiquidité des titres et du mobile. En outre, il y a la preuve directe de l'intention, révélée par les messages instantanés et les appels téléphoniques contemporains.

L'analyse de la preuve présentée par le personnel de l'OCRCVM

¶ 128 La preuve concernant les éléments suivants sera analysée : le mobile, les schémas de négociation allégués par le personnel de l'OCRCVM (la fréquence de fixation du cours acheteur de clôture, la tardiveté des demandes de clôture, les demandes portant sur un petit nombre de lots et l'illiquidité des titres), les messages instantanés et le rapport Holley.

Le mobile

¶ 129 L'avocat de MM. Nemy, Kaplan et Poulstrup dit que le mobile est un facteur tout à fait neutre. Les courtiers en valeurs mobilières et les négociateurs exercent l'activité de négociation en vue du profit. On peut supposer que toutes les personnes physiques intimées préféreraient réaliser des profits que subir des pertes. L'avocat dit que le succès de MM. Nemy, Kaplan et Poulstrup dément le besoin ou le motif de se livrer à l'activité interdite alléguée et il indique les gains bruts très impressionnants de ces négociateurs (particulièrement M. Nemy) en 2005.

¶ 130 La preuve qui suit établit que le mobile n'est pas un facteur neutre à l'égard de TIC, non seulement dans le cas de M. Nemy mais aussi dans le cas des autres négociateurs du bureau de Burlington.

¶ 131 En contre-interrogatoire, M. Nemy a dit que la valeur de TIC dans son compte de stocks au cours de la période des faits reprochés était généralement d'un million de dollars. Si le cours de TIC reculait (comme ce fut le cas au cours de la période des faits reprochés, passant de 3,45 \$ à environ 2,00 \$⁶⁰, ce qui constitue un recul de près du tiers de sa valeur), M. Nemy a dit que, de façon générale, il augmentait sa position. Si le titre montait, il diminuait sa position, sauf en juillet/août où il y a eu une grosse émission de titres et il a décidé d'alléger sa position à des cours moindres⁶¹. M. Nemy pensait qu'il détenait personnellement de 250 000 à 350 000 actions de TIC dans le REER de sa femme et dans le REEE de ses enfants⁶².

¶ 132 Le 2 mai 2005, M. Nemy avait 367 250 actions dans son compte de stocks à un coût moyen de 3,40 \$, ce qui établit la valeur totale de ses avoirs à 1 248 650 \$⁶³. La valeur des avoirs des autres négociateurs du bureau de Burlington se chiffrait à 942 820 \$, ce qui portait la valeur totale des avoirs au bureau de Burlington à 2 300 000 \$. Le nombre total d'actions au bureau de Burlington se chiffrait à 644 550. Ainsi, une baisse d'un cent du cours acheteur de clôture entraînait une perte non réalisée de 6 445 \$; une baisse de dix cents entraînait une perte de 64 455 \$⁶⁴.

¶ 133 À la fin mai 2005, M. Nemy avait une perte non réalisée sur TIC de 100 819,19 \$ et une perte réalisée de 89 939,02 \$, soit une perte totale de 190 758,91 \$⁶⁵. Son profit du mois s'élevait à 283 216,06 \$. Sans la

⁵⁹ C'est la formulation de l'article 3 de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM, disposition portant sur le cours factice.

⁶⁰ Rapport Holley, page 7, paragraphe 11.

⁶¹ Transcription, pages 1418 à 1421.

⁶² Transcription, page 1402.

⁶³ Transcription, pages 1421 à 1423.

⁶⁴ Transcription, page 1427.

⁶⁵ Transcription, pages 1434 et 1435.

perte sur TIC, son profit de mai se serait élevé à 473 000 \$. Donc, en mai 2005, M. Nemy a subi une perte de revenu de 40 % à cause de TIC⁶⁶.

¶ 134 M. Nemy a décrit le mois de juin comme un [TRADUCTION] « mois au point mort ». Son profit réalisé était de 7 618,24 \$ et son profit non réalisé de 8 505,28 \$, soit un profit total de 16 124,02 \$. Au cours du mois, la valeur au cours du marché des positions de stocks de M. Nemy sur TIC a diminué d'environ 70 000 \$⁶⁷.

¶ 135 M. Nemy a convenu qu'en juillet (mois où il a été en vacances du 4 au 22) le cours de TIC [TRADUCTION] « a dégringolé », perdant 20 cents⁶⁸. Il a eu une perte non réalisée de 9 799,34 \$ et une perte réalisée de 41 784,29 \$, soit une perte totale de 51 583,73 \$⁶⁹. Pour le trimestre terminé en juillet, TIC a réduit ses gains de 65 000 \$.

¶ 136 En août, la perte totale sur TIC se chiffrait à 139 991,50 \$⁷⁰. En septembre, il y a eu un profit total, réalisé et non réalisé de 33 000 \$. Au mois d'octobre 2005, la perte sur TIC s'est chiffrée à 73 372,71 \$⁷¹.

¶ 137 Ainsi, pour la période de paie terminée le 31 juillet, TIC a réduit les gains de M. Nemy de 65 000 \$⁷² et pour la période de paie suivante, terminée le 31 octobre, la perte sur TIC a coûté à M. Nemy 90 000 \$. La perte totale sur TIC au cours de la période des faits reprochés s'est élevée à 155 000 \$.

¶ 138 En plus de ce qui précède, la rentabilité globale du bureau de Burlington aurait été importante pour M. Nemy, parce qu'il savait que M. Tucker comptait que le bureau allait générer environ 6 000 000 \$ de profits bruts annuels.

¶ 139 *Conclusion* : M. Nemy et les autres négociateurs du bureau de Burlington ayant des actions de TIC avaient une incitation financière (c'est-à-dire un mobile) à maintenir ou à soutenir le cours acheteur de clôture de TIC (au-dessus du cours acheteur existant) de manière à hausser le prix auquel leurs positions sur ces titres étaient valorisées et, de cette façon, à minimiser l'impact financier de la baisse de valeur de TIC sur leur rémunération.

Les schémas de négociation allégués par le personnel de l'OCRCVM

¶ 140 L'avocat de MM. Nemy, Kaplan et Poulstrup dit qu'on ne peut tirer de déduction défavorable de la fréquence des demandes, de la petite taille des demandes, des demandes tardives et des demandes de titres illiquides. L'avocat dit que chacun de ces éléments est un fait neutre. Le témoignage de M. Cooper obtenu en contre-interrogatoire contredit cette position.

La fréquence de fixation du cours acheteur de clôture

¶ 141 M. Cooper dit que, si un négociateur fait quelque chose trois fois ou plus, cela peut avoir l'air d'un schéma délibéré⁷³. M. Boddie dit que [TRADUCTION] « fondamentalement, ça n'est pas une mauvaise prémisse⁷⁴ ». M. Boddie a aussi convenu que, si un négociateur effectue une demande [TRADUCTION] « jour après jour après jour, en fin de séance ... cela démontre une activité délibérée⁷⁵ ».

¶ 142 Les personnes physiques intimées ont saisi 461 demandes de clôture sur les cinq titres au cours de la période des faits reprochés. Ces demandes de clôture représentaient 85 % du nombre total de demandes de clôture sur ACU, 87 % sur CDF.A, 94 % sur CAN.H/CAN) et 86 % sur TIC⁷⁶. Sur le fondement de la preuve qui précède, on peut conclure selon la prépondérance des probabilités que la fixation du cours acheteur de

⁶⁶ Transcription, page 1436.

⁶⁷ Transcription, page 1438 et 1439.

⁶⁸ Transcription, page 1430.

⁶⁹ Transcription, page 1441.

⁷⁰ Transcription, page 1444.

⁷¹ Transcription, page 1445.

⁷² Transcription, page 1441.

⁷³ Transcription, pages 2901 à 2907.

⁷⁴ Transcription, page 3245.

⁷⁵ Transcription, page 3246.

⁷⁶ Voir le tableau au paragraphe 59.

clôture était intentionnelle.

La tardiveté des demandes de clôture

¶ 143 M. Cooper a dit qu'il faut vraiment mettre en question les motifs de ceux qui n'interviennent qu'en fin de séance, surtout lorsqu'ils ont de grosses positions. M. Nemy et les autres personnes physiques intimées au bureau de Burlington avaient des positions importantes sur TIC.

¶ 144 M. Holley a dit que les ordres saisis vers la fin de la séance sur un titre à marché étroit ont une probabilité d'exécution limitée. Il est reconnu que les cinq titres étaient illiquides.

¶ 145 La signification qu'il faut attacher à la tardiveté d'une demande de clôture est démontrée dans l'affaire *Re Shambleau*. En concluant qu'il n'y avait pas d'intention véritable d'effectuer un achat, la formation d'instruction a dit [TRADUCTION] « l'heure de la demande n'aurait pas normalement permis une réponse du marché⁷⁷ ».

¶ 146 La preuve des demandes de clôture tardives exposée dans les cinq tableaux au paragraphe [63] établit que, dans les cinq dernières minutes de la séance, M. Sadeghi a saisi 20 demandes de clôture sur ACU, M. Kaplan a saisi 28 demandes de clôture sur CAN.H/CAN, M. Nott a saisi 49 demandes de clôture sur CDF.A et 26 sur PEC, M. Poulstrup a saisi 8 demandes de clôture sur TIC et M. Nemy a saisi 44 demandes de clôture sur TIC, *dont 31 ont été saisies dans la dernière minute de la séance*.

¶ 147 Après son retour de vacances, le 24 juillet, M. Nemy a saisi une demande de clôture dans les cinq dernières secondes chacun des cinq derniers jours de bourse, portant sur 20 lots réguliers ou plus et qui fixait le cours de clôture de la séance. Aucune de ces demandes n'a abouti à un achat d'actions de TIC⁷⁸. Toutes ont été l'ordre d'achat fixant le cours de clôture.

Les demandes portant sur un petit nombre de lots

¶ 148 M. Cooper a dit que si quelqu'un a une grosse position sur un titre, une demande portant sur un seul lot régulier en fin de séance suggère quelque chose d'autre qu'un but légitime. Il a dit que si l'objectif de la demande n'est pas d'acheter un titre, on effectuerait une petite demande. M. Holley a dit que les petits ordres sur des titres à cours peu élevé avaient une faible probabilité d'exécution parce qu'ils n'étaient pas intéressants pour les vendeurs qui doivent supporter une commission minimale sur une exécution partielle⁷⁹.

¶ 149 L'examen des ordres fixant le cours acheteur de clôture saisis par les personnes physiques intimées sur les cinq titres montre un schéma constant (c'est-à-dire délibéré) de saisie d'ordres portant sur un ou deux lots réguliers. Le rapport Holley établit qu'en mai 2005, 15 des 21 ordres d'achat fixant le cours de clôture saisis par MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi portaient sur un seul lot régulier⁸⁰. En juin, il y a eu 17 ordres d'achat fixant le cours de clôture qui portaient sur un seul lot⁸¹. En juillet, M. Poulstrup a saisi 11 ordres d'achat fixant le cours de clôture qui portaient sur un seul lot régulier⁸². (M. Nemy était en vacances du 4 juillet au 22 juillet.) En octobre, M. Nemy a saisi 12 ordres d'achat fixant le cours de clôture qui portaient sur un seul lot⁸³.

L'illiquidité des titres

¶ 150 M. Cooper a dit qu'il est beaucoup plus facile de fausser ou de manipuler le cours de clôture ou le cours acheteur de clôture d'un titre illiquide. M. Cooper a reconnu que, sur un titre à marché étroit, le négociateur peut établir le cours acheteur de clôture avec des ordres saisis quelque temps avant la clôture.

¶ 151 *Conclusion* : Séparément, chacun des schémas de négociation qui précèdent ne permet pas de déduire l'élément intention illégitime de demandes de clôture factices. De façon globale, par contre, la preuve

⁷⁷ [2003] R.S.D.D. No. 3, au paragraphe [17].

⁷⁸ Rapport Holley, paragraphe 55.

⁷⁹ Rapport Holley, paragraphe 95 a).

⁸⁰ Rapport Holley, paragraphe 39b).

⁸¹ Rapport Holley, paragraphe 46.

⁸² Rapport Holley, paragraphe 54.

⁸³ Rapport Holley, paragraphe 80.

circonstancielle d'ordres sur des titres illiquides tout à la fin de la séance, portant sur un petit nombre de lots et qui fixent le cours acheteur de clôture jour après jour, semaine après semaine, mois après mois, justifie la déduction selon la prépondérance des probabilités que MM. Nemy, Kaplan et Poulstrup avaient l'intention de se livrer à la pratique incorrecte que constitue la saisie de demandes de clôture factices sur TIC. La preuve directe des messages instantanés et des appels téléphoniques ajoute du poids à cette conclusion.

¶ 152 On trouve une preuve similaire au sujet de MM. Poulstrup et Kaplan sur CAN.H/CAN, de M. Nott sur CAN.H/CAN, CDF.A et PEC, de M. Sadeghi sur ACU et PEC et de M. Kaplan sur CAN.H/CAN.

Les messages instantanés

¶ 153 Les messages instantanés entre MM. Nemy et Dingwall au cours de la période des faits reprochés renforcent la conclusion que les profits et pertes de la position sur TIC étaient importants pour M. Nemy à la fois d'un point de vue personnel et du point de vue de la rentabilité globale du bureau de Burlington. Le 10 mai 2005, M. Nemy a indiqué à M. Dingwall que TIC [TRADUCTION] « faisait un peu mal » et a dit expressément [TRADUCTION] « nous avons perdu 55 à 60k sur TIC ». Le 11 mai 2005, M. Nemy a informé M. Dingwall que le bureau de Burlington était en recul pour la journée et que c'était « encore une fois uniquement à cause de TIC ». Le 17 mai 2005, M. Nemy a dit à M. Dingwall qu'il était « en hausse ... tant que TIC reste à ce niveau ».

¶ 154 Les messages instantanés du 31 août 2005 entre MM. Nemy et Dingwall sont très importants. Ils sont analysés en détail ci-dessous dans la **PARTIE V**.

Le rapport Holley

¶ 155 On a expressément demandé à M. Holley de traiter la question de savoir si le schéma de négociation et d'ordres de MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi sur les actions de TIC en fin de séance au cours de la période des faits reprochés correspondait à une demande réelle d'achat des actions ou plutôt à un effort d'influer sur le cours de clôture des actions de TIC.

¶ 156 M. Holley a examiné les données sur le marché empiriques quotidiennes de la période des faits reprochés à l'égard de MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi. La démarche qu'il a adoptée pour élaborer son opinion ne s'est pas limitée à ces données. Il a pris en compte la méthode de calcul de la rémunération des négociateurs, le suivi quotidien effectué par MM. Dingwall et Tucker des positions de profits et pertes non réalisés, le classement des négociateurs du GET, la taille des avoirs en actions de MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi ainsi que du bureau de Burlington et l'effet d'une fluctuation d'un cent du cours de TIC sur la valeur de leurs avoirs. Il a analysé les schémas relativement au moment, au cours et au volume des ordres quotidiens. Il a pris en compte l'impact des ordres sur les cours du marché et les cours publiés de TIC, la nature et la substance des communications entre MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi et avec d'autres personnes relativement à l'activité de négociation et l'impact des ordres et des transactions sur la valeur attribuée à leurs avoirs de TIC⁸⁴.

¶ 157 La démarche adoptée par M. Holley entre dans la portée du sous-alinéa b) de l'alinéa (2) de la Règle 2.2 des RUIM et de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM.

¶ 158 Le rapport Holley analyse les données de négociation au cours de la période des faits reprochés et présente sous forme de résumé les ordres d'achat fixant le cours de clôture pour chaque jour sur une base mensuelle. On trouvera ci-dessous un résumé de l'analyse de M. Holley pour chaque mois, donnant les caractéristiques des ordres d'achat fixant le cours de clôture sur TIC. (Le résumé sous forme de tableau donné à la fin de l'analyse de chaque mois a été établi par l'auteur des présents motifs.)

Mai 2005⁸⁵

¶ 159 Il y a eu 21 jours de bourse en mai. Chacun de ces jours, il y a eu un OAFCC qui indiquait le meilleur cours acheteur à la fin de la séance et se trouvait ainsi à former la demande dans la fourchette de clôture. Ces ordres pouvaient être saisis à tout moment avant la clôture et devenir l'OAFCC en étant le meilleur cours

⁸⁴ Rapport Holley, pages 5 et 6.

⁸⁵ Rapport Holley, paragraphes 38 à 42.

acheteur encore affiché en fin de séance.

¶ 160 Le tableau montre qu'en mai 2005, MM. Nemy et Poulstrup ont affiché l'OAFCC sur TIC tous les jours de bourse du mois. M. Nemy en a saisi 17 sur les 21 OAFCC, tandis que M. Poulstrup a saisi les quatre autres. Quinze de ces OAFCC étaient des ordres portant sur un seul lot régulier. Douze ont été saisis par M. Nemy et trois ont été saisis par M. Poulstrup.

¶ 161 Dix-huit des 21 jours de bourse, l'OAFCC saisi par MM. Nemy et Poulstrup a amélioré leur propre cours acheteur antérieur. Ces OAFCC ont fait monter le cours acheteur de clôture de TIC de 0,01 \$ à 0,08 \$ par rapport au cours acheteur antérieur. Toutes les demandes en mai, sauf une, étaient égales ou légèrement inférieures au cours de la dernière transaction. (Un jour, le 5 mai, l'OAFCC a fait monter le cours acheteur de clôture (3,30 \$) à un cours supérieur à celui de la dernière transaction (3,25 \$).)

¶ 162 Dix-neuf des 21 OAFCC saisis par MM. Nemy et Poulstrup ont été saisis dans les 30 dernières minutes de la séance. Quinze ont été saisis dans les dix dernières minutes de la séance et huit, dans la dernière minute de la séance.

¶ 163 Le schéma d'ordres d'achat en fin de séance par M. Nemy et, moins souvent, par M. Poulstrup qui augmentaient le cours de clôture de TIC, était évident chaque jour en mai, sauf le 25 mai.

¶ 164 La fourchette moyenne formée par les OAFCC et les cours vendeurs sur TIC en mai a été de 0,020 \$. C'était une fourchette beaucoup plus étroite que la fourchette ordinaire sur le marché de TIC pendant le reste de la séance. La fourchette moyenne pour TIC sur toutes les autres cotations après l'ouverture publiées en mai, à l'exclusion des fourchettes de clôture, était 3 ½ fois plus grande que 0,071 \$.

Résumé des OAFCC sur TIC en mai

Jours de bourse : 21

OAFCC affichés : M. Nemy 17
M. Poulstrup 4

(Le total est égal au nombre de jours de bourse en mai.)

Taille : M. Nemy - 12 portant sur un seul lot régulier
M. Poulstrup - 3 portant sur un seul lot régulier

Heure : 19 dans les 30 dernières minutes
15 dans les 10 dernières minutes
8 dans la dernière minute

Augmentation de cours : de 0,01 à 0,08 \$

Chaque demande, sauf une, est égale ou légèrement inférieure au cours de la dernière transaction

Amélioration : 18 ont fait monter leur propre cours acheteur antérieur

Fourchette moyenne : 0,02 \$

Fourchette moyenne des autres cotations : 0,071 \$ (3½ fois plus grande)

¶ 165 Sur les 22 OAFCC, M. Nemy a été responsable de 16, M. Poulstrup, de trois et M. Sadeghi, d'un. Vingt des OAFCC ont été saisis dans la dernière demi-heure de la séance et tous sauf un ont été saisis par MM. Nemy, Poulstrup ou Sadeghi. Dix-sept de leurs OAFCC ont été saisis dans les dix dernières minutes de la séance. Neuf ont été saisis dans la dernière minute.

¶ 166 Dix-sept des OAFCC de juin étaient des ordres portant sur 100 actions. Tous ces ordres portant sur un seul lot régulier ont été saisis par MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi.

¶ 167 Dix-sept jours en juin, les OAFCC ont produit une amélioration du cours acheteur de clôture sur TIC, variant de 0,01 \$ à 0,04 \$. À chacune de ces occasions, le cours acheteur haussé était un cours qui avait été affiché par eux-mêmes. Les OAFCC saisis en juin ont fait progresser le cours acheteur de clôture à 0,02 \$ ou moins du cours de la dernière transaction de la séance. (Dans un cas, le cours acheteur de clôture était supérieur de 0,02 \$ au cours de la dernière transaction.)

¶ 168 La fourchette de clôture moyenne sur TIC était de 0,019 \$ en juin. La fourchette moyenne sur toutes les autres cotations après l'ouverture de TIC en juin était trois fois plus grande, à 0,059 \$.

Résumé des OAFCC sur TIC en juin

Jours de bourse : 22

OAFCC affichés : M. Nemy 16
M. Poulstrup 3
M. Sadeghi 1

Taille : 17 portant sur un seul lot régulier

Heure : 20 dans les 30 dernières minutes
7 dans les 10 dernières minutes
9 dans la dernière minute

Augmentation de cours : de 0,01 \$ à 0,04 \$

Chaque demande sauf une dans un intervalle de 0,02 \$ par rapport au cours de la dernière transaction

Amélioration : 17 ont fait monter leur propre cours acheteur antérieur

Fourchette moyenne : 0,019 \$

Fourchette moyenne des autres cotations : 0,059 \$ (3 fois plus grande)

¶ 169 Le schéma de négociation qui précède s'est poursuivi en juillet d'une façon similaire dans l'ensemble à ce qu'on a observé en mai et juin. La différence la plus importante en juillet a été que M. Nemy a été en vacances du 4 au 22 juillet et que M. Poulstrup a joué un rôle beaucoup plus actif au cours de cette période. L'activité de M. Sadeghi a été limitée à l'achat de 1 200 actions les deux premiers jours de bourse et à la saisie

⁸⁶ Rapport Holley, paragraphes 43 à 50.

⁸⁷ Rapport Holley, paragraphes 51 à 58.

de quelques ordres les 4, 5, 15, 19 et 20 juillet.

¶ 170 Il y a eu 20 jours de bourse en juillet. M. Poulstrup a saisi les OAFCC sur TIC 14 de ces jours, tandis que M. Nemy a saisi les OAFCC les cinq derniers jours du mois. Tous les OAFCC saisis par MM. Poulstrup et Nemy en juillet ont produit une amélioration du cours acheteur de clôture, variant de 0,01 \$ à 0,05 \$. Quinze jours, l'OAFCC saisi par MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi a fait monter l'un de leurs cours acheteur.

¶ 171 Quinze des OAFCC en juillet ont été saisis dans la dernière demi-heure de la séance, tous par MM. Poulstrup ou Nemy. Onze de ceux-ci ont été saisis dans les dix dernières minutes de la séance et six, dans la dernière minute de la séance.

¶ 172 Onze des OAFCC portaient sur un seul lot régulier. Tous ont été saisis par M. Poulstrup. Les cinq OAFCC saisis par M. Nemy les cinq derniers jours du mois portaient sur 20 lots réguliers ou plus. Tous ont été saisis dans les cinq dernières secondes de la séance et aucun n'a abouti à l'achat d'actions de TIC. (M. Holley ajoute [TRADUCTION] « comme il fallait s'y attendre ».)

¶ 173 Onze jours en juillet, l'OAFCC d'un intimé a porté le cours acheteur de clôture de TIC à 0,01 \$ du cours de la dernière vente.

¶ 174 La fourchette de clôture moyenne sur TIC en juillet était de 0,024 \$ par comparaison à une fourchette moyenne de 0,07 \$ sur toutes les autres cotations après l'ouverture.

Résumé des OAFCC sur TIC en juillet

M. Nemy en vacances du 4 au 22 juillet

Jours de bourse : 20

OAFCC affichés : M. Nemy - 5 les cinq derniers jours du mois

M. Poulstrup - 14

M. Sadeghi - 1

Taille : M. Poulstrup - 11 ordres portant sur un seul lot régulier

M. Nemy - 5 ordres portant sur 20 lots réguliers ou plus

Heure : 15 dans la dernière demi-heure

11 dans les 10 dernières minutes

6 dans la dernière minute

Les 5 gros ordres de M. Nemy tous dans les 5 dernières secondes

(Aucun n'a abouti à l'achat d'actions)

Augmentation de cours : de 0,01 \$ à 0,05 \$

Amélioration : Quinze jours, les OAFCC ont fait monter leur propre cours acheteur antérieur

Fourchette moyenne : 0,024 \$

Fourchette moyenne des autres cotations : 0,07 \$ (plus de 2 fois plus grande)

¶ 175 M. Holley dit que l'activité de Nemy sur TIC a été relativement faible pendant des parties du mois d'août et que plusieurs jours il a joué un rôle limité sur le marché de TIC ou sur la fourchette de clôture de TIC. D'autres jours, par contre, le schéma était tout à fait conforme à l'activité constatée en mai, juin et juillet. (M. Nemy a été en vacances du 4 au 22 juillet.)

¶ 176 M. Holley dit que TIC a publié trois communiqués au cours d'août, se rapportant tous à l'activité de collecte de fonds. [TRADUCTION] « Je n'ai pas suffisamment d'information pour exprimer une opinion sur le point de savoir si ces communiqués étaient pertinents par rapport à l'activité de négociation des intimés⁸⁹. » M. Nemy a témoigné qu'en août, il avait décidé [TRADUCTION] d'« alléger un peu » à un cours inférieur⁹⁰.

¶ 177 Sur les 22 jours de bourse d'août, M. Nemy a été responsable de l'OAFCC à six reprises, M. Poulstrup, à six reprises et M. Sadeghi, à une reprise. Les neuf autres jours de bourse, ce sont d'autres négociateurs qui ont affiché l'OAFCC, dans la plupart des cas pour des ordres clients. Tous les OAFCC saisis par les intimés ont entraîné une augmentation du cours acheteur de clôture de TIC, variant de 0,01 \$ à 0,04 \$. Huit des 13 OAFCC des intimés ont amélioré un cours acheteur antérieur qui avait été saisi par l'un des intimés.

¶ 178 Il n'y a eu que quatre OAFCC en août qui portaient sur un seul lot régulier de TIC – deux par M. Nemy, et un par M. Poulstrup et par M. Sadeghi. M. Nemy a saisi quatre OAFCC portant sur un volume important (de 2 000 à 150 000 actions). Ces quatre ordres ont tous été saisis dans les 15 dernières secondes de la séance. Un seul a abouti à l'achat d'actions.

¶ 179 Sur les 22 OAFCC, 20 ont été saisis dans la dernière demi-heure de la séance. Douze de ceux-ci ont été saisis dans la dernière demi-heure par les intimés. Sur les neuf OAFCC saisis dans les dix dernières minutes de la séance, sept ont été saisis par les intimés. Ils ont également été responsables de quatre des cinq OAFCC saisis dans la dernière minute de la séance.

¶ 180 La fourchette de clôture moyenne résultant des OAFCC des intimés se chiffrait à 0,025 \$, légèrement inférieure à la fourchette moyenne de 0,032 \$ lorsque ce sont d'autres courtiers qui ont affiché l'OAFCC. La fourchette moyenne pour toutes les cotations publiées après l'ouverture en août était de 0,046 \$.

Résumé des OAFCC sur TIC en août

M. Holley dit que l'activité a été relativement faible pendant certaines parties du mois d'août

M. Nemy n'a pas négocié dans son compte de négociation pour compte propre du 4 au 24 août

Jours de bourse : 22

OAFCC affichés : M. Nemy - 6

M. Poulstrup - 6

M. Sadeghi - 1

Autres courtiers - 9, surtout pour des ordres clients

Augmentation de cours : de 0,01 \$ à 0,04 \$

Taille : un seul lot régulier (2 par M. Nemy, 1 par M. Poulstrup et par M. Sadeghi)

⁸⁸ Rapport Holley, paragraphes 59 à 69.

⁸⁹ Rapport Holley, paragraphe 63.

⁹⁰ Transcription, page 1419.

	4 de taille appréciable par M. Nemy (de 2 000 à 150 000 actions)
Heure :	4 demandes de taille appréciable saisies dans les 15 dernières secondes
	(Une seule a abouti à l'achat d'actions)
	12 des 20 dans la dernière demi-heure
	7 des 9 dans les 10 dernières minutes
	4 des 5 dans la dernière minute
Augmentation de cours :	de 0,01 \$ à 0,04 \$
Amélioration :	8 ont amélioré leur propre cours acheteur antérieur
Fourchette moyenne :	0,025 \$
Fourchette moyenne des autres cotations :	0,046 \$ (presque 2 fois plus grande)

Septembre 2005⁹¹

¶ 181 En septembre, M. Nemy a été responsable de l'OAFCC 18 des 21 jours de bourse. Quinze des OAFCC de M. Nemy ont entraîné une augmentation immédiate variant de 0,01 \$ à 0,03 \$ du cours demandeur affiché de TIC. À 14 reprises, le cours acheteur que M. Nemy améliorait était son propre cours demandeur.

¶ 182 Treize des 21 OAFCC ont été saisis dans la dernière demi-heure de la séance, 11 de ceux-ci par M. Nemy. Il a également été responsable de sept des neuf OAFCC saisis dans les dix dernières minutes et des trois OAFCC saisis dans la dernière minute de la séance.

¶ 183 Contrairement au mois précédent, aucun des OAFCC saisis en septembre ne portait sur un seul lot régulier. Même ainsi, seulement trois des 18 OAFCC de M. Nemy ont abouti à l'achat d'actions.

¶ 184 La fourchette de clôture moyenne était de 0,30 \$, essentiellement la même que pour toutes les autres cotations publiées après l'ouverture en septembre.

Résumé des OAFCC sur TIC en septembre

Jours de bourse :	21
OAFCC affichés :	M. Nemy - 18
Taille :	Aucun OAFCC portant sur un seul lot régulier, mais seulement trois OAFCC ont abouti à un achat
Heure :	11 par M. Nemy sur 13 dans la dernière demi-heure
	7 par M. Nemy sur 9 dans les 10 dernières minutes
	Les 3 OAFCC dans la dernière minute tous par M. Nemy
Augmentation de cours :	de 0,01 \$ à 0,03 \$
Amélioration :	14 ont fait monter le cours acheteur antérieur

⁹¹ Rapport Holley, paragraphes 70 à 75.

Fourchette moyenne : 0,030 \$

Fourchette moyenne des autres cotations : Essentiellement la même

*Octobre 2005*⁹²

¶ 185 En octobre, il y a eu 20 jours de bourse et 20 OAFCC, dont 18 ont été saisis par M. Nemy. Il a été responsable de 14 des 15 OAFCC saisis dans la dernière demi-heure, des sept saisis dans les dix dernières minutes et des trois saisis dans la dernière minute. Quinze des OAFCC de M. Nemy ont entraîné une augmentation immédiate du cours demandeur. À chacune de ces occasions, le cours acheteur que M. Nemy améliorait était le sien.

¶ 186 Douze des OAFCC d'octobre portaient seulement sur 100 actions de TIC, tous saisis par M. Nemy. Seulement deux des 18 OAFCC de M. Nemy ont abouti ne serait-ce qu'à une exécution partielle. Dix jours en octobre, M. Nemy a saisi plus d'un ordre d'achat dans la dernière demi-heure de la séance qui améliorait le cours acheteur. Le résultat net de ces ordres était une amélioration du cours acheteur de clôture allant jusqu'à 0,05 \$.

¶ 187 La fourchette de clôture moyenne de TIC en octobre était de 0,023 \$. La fourchette moyenne de toutes les autres cotations après l'ouverture en octobre était 0,042 \$.

Résumé des OAFCC sur TIC en octobre

Jours de bourse : 20

OAFCC affichés : M. Nemy - 18 (Seulement deux ont abouti à une exécution partielle)

Taille : 12 portant sur 100 actions

Heure : 14 sur 15 dans la dernière demi-heure
7 dans les 10 dernières minutes

Les 3 dans la dernière minute par M. Nemy

Dix jours, M. Nemy a saisi plus d'un ordre d'achat dans la dernière demi-heure qui amélioraient le cours acheteur

Augmentation de cours : Jusqu'à 0,05 \$

Amélioration : 15 ont fait monter leur propre cours acheteur antérieur

Fourchette moyenne : 0,030 \$

Fourchette moyenne des autres cotations : Essentiellement la même

¶ 188 M. Holley a noté que M. Nemy était actif sur le marché de TIC, achetant 1,25 million et vendant 1,17 million des dix millions d'actions environ qui se sont négociées dans la période des faits reprochés (soit 12,5 % et 11,7 % du volume, respectivement). Son degré d'activité était encore plus marqué en ce qui concerne la saisie d'ordres, particulièrement à l'achat : il a saisi 38 % de tous les ordres d'achat enregistrés sur TIC et a

⁹² Rapport Holley, paragraphes 76 à 82.

représenté le meilleur cours acheteur 47 % du temps où des cotations ont été publiées. Il était même un facteur encore plus important en fin de séance : il a saisi 49 % des ordres d'achat saisis dans la dernière demi-heure de la séance et c'était lui qui avait entré le cours acheteur de la fourchette de clôture 80 des 126 jours de bourse (soit 64 %) pendant la période des faits reprochés.

¶ 189 On trouvera ci-dessous le résumé et les conclusions pertinents du rapport Holley⁹³ :

[TRADUCTION]

88. Sur les 126 jours de bourse de la période des faits reprochés, il y a eu 126 ordres d'achat qui ont fixé le cours acheteur de TIC dans la fourchette de clôture. Ensemble, les intimés (MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi) ont été responsables de 109 de ces OAFCC (M. Nemy 80, M. Poulstrup 27 et M. Sadeghi 2).

89. Cent un (101) de ces 126 OAFCC ont été saisis dans la dernière demi-heure de la séance. Quatre-vingt-neuf de ceux-ci (88 %) ont été saisis par les intimés (M. Nemy 66, M. Poulstrup 21, M. Sadeghi 2). Les intimés ont saisi 63 (M. Nemy 51, M. Poulstrup 11, M. Sadeghi 1) des 68 OAFCC dans les dix dernières minutes de la séance et 31 (M. Nemy 30, M. Poulstrup 1) des 34 OAFCC saisis dans la dernière minute de la séance.

96. À mon avis, le schéma de la saisie d'ordres sur TIC en fin de séance par les intimés [visant MM. Nemy, Poulstrup et Sadeghi] au cours de la période des faits reprochés correspondait à une stratégie, dirigée par M. Nemy et appuyée par M. Poulstrup et à l'occasion par M. Sadeghi, visant à augmenter le cours acheteur de clôture de TIC par la saisie d'ordres d'achat très petits ou de très courte durée sans intention qu'ils soient exécutés. La conduite des intimés resserrait les fourchettes de clôture et augmentait le cours acheteur affiché pour le rapprocher du cours de la dernière transaction et, dans quelques cas, pour le faire progresser au-delà.

97. Cela ne revient pas à dire que les cours acheteurs de clôture établis par les intimés étaient fondamentalement incompatibles avec le cours de la dernière vente d'actions de TIC, ou que les intimés se sont livrés à une négociation gonflant de manière factice ce cours de la dernière vente. Mes conclusions se rapportent plutôt à la validité des cours acheteurs fixés par les ordres qu'avaient saisis les intimés.

98. Selon le schéma général, les intimés saisisaient un ou plusieurs ordres en fin de séance pour établir des cours acheteurs de TIC plus élevés que le cours acheteur antérieur, même quand le cours acheteur antérieur était le leur, et visaient à ce qu'à la clôture, TIC ait un cours acheteur très proche du cours de la dernière vente. À mon avis, les intimés savaient que la taille et/ou le moment de ces demandes de clôture rendaient très peu probable qu'elles soient satisfaites. À vrai dire, les ordres n'auraient pas atteint leur objectif s'ils avaient été exécutés.

99. Un effet de ces ordres était d'augmenter la valeur attribuée aux actions de TIC qui étaient détenues par les intimés et les autres négociateurs de la sous-succursale de Burlington. Chaque amélioration d'un cent du cours acheteur de clôture de TIC aurait augmenté la valeur de la position de stocks de TIC de plusieurs milliers de dollars.

101. À mon avis, la taille de la position de stocks de TIC détenue par la sous-succursale de Burlington aurait fourni une motivation amplement suffisante pour se concentrer sur la valorisation quotidienne qui s'appliquait à TIC, malgré le fait que les intimés ne recevaient leur part des profits du compte de stocks que trimestriellement. Selon mon expérience, les courtiers surveillent d'assez près la performance de leurs négociateurs de stocks et l'exposition potentielle de capital découlant des titres en stock. Dans la présente affaire, les

⁹³ Rapport Holley, pages 26 à 28.

rapports sur les profits et pertes des intimés faisaient l'objet d'un examen de surveillance sur une base quotidienne. L'impact de TIC sur la performance de négociation de la sous-succursale de Burlington a été soulevé dans un certain nombre de messages instantanés de M. Nemy (voir le 10 mai, le 11 mai, le 17 mai, le 24 mai, le 25 août et le 31 août). Les messages instantanés échangés entre M. Nemy et M. Dingwall le 31 août mettent en relief, à mon avis, non seulement l'importance pour M. Nemy des cours de clôture de TIC, mais aussi le fait qu'il était disposé à influencer sur la fourchette de clôture pour les besoins de l'évaluation des stocks.

La conclusion au sujet de la preuve présentée par le personnel de l'OCRCVM

¶ 190 Sur le fondement de la preuve circonstancielle du mobile et des schémas de négociation, la formation conclut que le personnel de l'OCRCVM a fait la preuve *prima facie*, selon la prépondérance des probabilités, que les personnes physiques intimées se sont livrées à la pratique incorrecte consistant à saisir des cours acheteurs factices sur les cinq titres. La preuve directe des messages instantanés et des appels téléphoniques entre les personnes physiques intimées et le rapport Holley étayent cette conclusion.

¶ 191 La décision définitive à l'égard de chaque personne physique intimée ne peut être prise qu'en fonction de l'ensemble de la preuve. Le témoignage et les observations présentés par chaque personne physique intimée sont examinés ci-dessous dans la PARTIE VII (M. Nott), la PARTIE VIII (M. Sadeghi), la PARTIE IX (M. Nemy), la PARTIE X (M. Poulstrup) et la PARTIE XI (M. Kaplan).

PARTIE V

LES MESSAGES INSTANTANÉS ÉCHANGÉS LE 31 AOÛT 2005 ENTRE MM. NEMY ET DINGWALL

¶ 192 On trouve une série de messages instantanés échangés entre MM. Nemy et Dingwall le 31 août 2005 au sujet de TIC. Les messages montrent que M. Nemy se préoccupait de son classement mensuel et de la valeur du prix de base rajusté dans un mois autre que le mois de fin de la période de paie. L'échange suivant qu'on trouve dans les messages du 31 août jette un doute sur la crédibilité de M. Nemy et montre que M. Nemy était disposé à manipuler le marché pour des raisons personnelles.

¶ 193 Pour faciliter la lecture des messages, les messages instantanés de M. Nemy sont en *italique* et ceux de M. Dingwall sont en **gras** :

[TRADUCTION]

3:13:48 – *M. Nemy à M. Dingwall : en gros, qui est en tête ce mois-ci*

3:15:54 – **M. Dingwall à M. Nemy : c'est vous avec une bonne avance**

3:16:23 – *M. Nemy à M. Dingwall : je pourrais vendre un peu de TIC pour avoir un bon départ le mois prochain*

3:17:57 – *M. Nemy à M. Dingwall : notez à la baisse ... pas à la hausse*

3:20:01 – **M. Dingwall à M. Nemy : je comprends, mais ça n'aide pas vraiment à long terme, n'est-ce pas, je ne me donnerais pas la peine**

3:20:37 – *M. Nemy à M. Dingwall : c'est plus facile de négocier avec une avance*

3:20:53 – *M. Nemy à M. Dingwall : psychologiquement*

3:22:34 – **M. Dingwall à M. Nemy : Ouais, mais ça ne fait pas de bien au titre de le faire tomber. Vaudrait mieux empêcher quelqu'un de le faire monter, peut-être le faire baisser avec un peu de temps avant la clôture plutôt que de le faire baisser de façon plus marquée près de la clôture**

3:23:24 – *M. Nemy à M. Dingwall : ayez confiance*

3:24:03 – M. Nemy à M. Dingwall : ça prend la direction nord beaucoup trop vite⁹⁴

3:24:11 – **M. Dingwall à M. Nemy :**

4:02:41 – M. Nemy à M. Dingwall : zut ... quelqu'un l'a fait monter

4:03:14 – **M. Dingwall à M. Nemy : vous pouvez encore le faire clôturer à 2,20 d'offre**

4:03:42 – M. Nemy à M. Dingwall : comment

4:03:51 – M. Nemy à M. Dingwall : c'est CDX

4:03:56 – **M. Dingwall à M. Nemy : meeerde**

4:04:03 – M. Nemy à M. Dingwall : meeeeeeeeeeeeeeeeeeeeeerde

¶ 194 M. Nemy a témoigné qu'au commencement de cet échange, il s'informait de celui des négociateurs qui était en tête au bureau pour le mois d'août. La réponse de M. Dingwall indiquait que M. Nemy était nettement en tête. Selon M. Nemy, lorsqu'il a dit qu'il « pourrai[t] vendre un peu de TIC pour avoir un bon départ le mois prochain », il le [M. Dingwall] [TRADUCTION] « faisait marcher », ce qui veut dire, selon mon interprétation, qu'il plaisantait et ne suggérait pas de manipuler le cours de TIC afin de fixer un prix de base rajusté plus bas pour septembre. M. Nemy a dit que les réponses de M. Dingwall, « je ne me donnerais pas la peine » et « ça ne fait pas de bien au titre », lui indiquaient que ce dernier ne le prenait pas au sérieux, c'est pourquoi M. Nemy a écrit « ayez confiance », par quoi il voulait dire « c'était pour rigoler⁹⁵ ». En contre-interrogatoire, M. Nemy a dit que cela voulait dire « je ne ferai rien du tout⁹⁶ ».

¶ 195 Au moment du premier message instantané, le cours acheteur de TIC était 2,22 \$. Après le message « ayez confiance » (à 3:23:24), M. Nemy a annulé une demande de 200 actions à 2,22 \$ à 3:35:23. Puis à 3:35:26, il a annulé une demande de 500 actions à 2,20 \$ et un peu plus tard il a annulé une demande de 1 000 actions à 2,19 \$. Cela signifiait que le cours acheteur était 2,18 \$ – en baisse de quatre cents par rapport à 2,22 \$. La clôture se serait faite sur ce cours acheteur n'eût été du fait qu'un indépendant est arrivé à 28 secondes de la clôture avec une demande à 2,22 \$. La réaction de M. Nemy est exprimée dans le message instantané de 4.02.41 : « zut ... quelqu'un l'a fait monter⁹⁷ ».

¶ 196 M. Nemy a témoigné qu'il avait retiré les demandes sur les instructions reçues par téléphone de M. Dingwall :

[TRADUCTION]

... vous savez, en fait, après ce message instantané ou cette conversation au sujet de faire monter ou baisser le titre, vous savez, Rob Dingwall a pris le téléphone et m'a dit : « Vous savez, en fait, j'ai maintenant regardé le registre sur Titanium Corp et vous avez quelques demandes au-dessous du cours et si cette demande est exécutée, c'est la fin du mois et c'est votre demande qui va fixer le cours acheteur, alors annulez-les toutes » et c'est ce que j'ai fait. J'ai annulé toutes les demandes. Et alors arrive ce type qui effectue une demande à 2,22 \$ et alors j'ai dit : « Zut. Quelqu'un l'a fait monter. C'est juste une conjecture⁹⁸ ».

¶ 197 M. Dingwall dit qu'il ne se rappelle pas avoir appelé M. Nemy et lui avoir demandé de retirer toutes ses demandes sur le marché, valides le 31 août. M. Dingwall a dit : « Il se peut que je l'aie appelé. Je ne me – je ne me souviens franchement pas⁹⁹. »

⁹⁴ M. Nemy a dit qu'il avait l'habitude de suivre les ouragans à cause de leur effet sur les investissements dans le pétrole et que c'était une allusion à un ouragan.

⁹⁵ Transcription, page 1376.

⁹⁶ Transcription, page 1507.

⁹⁷ Quand M. Dingwall a suggéré que le cours pourrait être porté à 2,20 \$, il pensait à tort qu'il y avait une négociation après la clôture du marché.

⁹⁸ Transcription, page 1378.

⁹⁹ Transcription, page 2450.

¶ 198 Le 31 août messages ont été rabâchées pour plusieurs raisons.

¶ 199 Les messages instantanés montrent que M. Nemy se souciait de son classement mensuel et de la valeur du prix de base rajusté dans un mois autre qu'une période de paie. Cela contredit l'opinion de M. Boddie que les valeurs quotidiennes et de fin de mois sans paiement étaient non pertinentes.

¶ 200 La conduite de M. Nemy qui retire les quatre demandes montre qu'il était disposé à manipuler le marché en vue de fixer un prix de base rajusté pour septembre. M. Nemy dit qu'il ne faisait que rigoler et qu'il n'allait rien faire du tout, mais le fait qu'il n'ait pas dit cela quand M. Dingwall l'a appelé et sa conduite, l'annulation des quatre ordres d'achat, contredisent ce témoignage et minent sa crédibilité.

¶ 201 La crédibilité de M. Nemy est encore affaiblie par le témoignage contradictoire qu'il a donné au sujet de ses raisons de retirer ses demandes de TIC. En juin 2007, M. Nemy a été interrogé par M^{me} Stewart et M. Meanchoff pour le compte de l'OCRCVM au sujet du retrait des demandes. M. Nemy ne dit mot d'un appel téléphonique de M. Dingwall pendant l'entrevue. Voici ce qu'il a dit ¹⁰⁰ :

[TRADUCTION]

Q. – Est-ce que cela n'est pas lié au fait que vous voulez faire baisser le cours de clôture, le fait que vous retirez vos demandes?

R. – C'est en fait à quoi ça aboutit, mais c'est la fin du mois et en fait, à ce moment-là, je trouve que ça n'est pas avisé d'avoir les demandes dans le registre à la fin du mois. Ça n'est pas une chose qu'on fait en général à la fin du mois, aussi, dans ce cas particulier, j'ai annulé les demandes.

¶ 202 L'explication de M. Nemy est incompatible avec sa conduite à la fin de tous les autres mois de la période des faits reprochés. En contre-interrogatoire, M. Nemy a reconnu que M. Dingwall ne l'a appelé à la fin d'aucun autre mois pour lui donner l'instruction de retirer sa demande de clôture. En fait, tous les autres mois, Nemy n'a pas retiré sa demande de clôture qui était la dernière demande de la séance¹⁰¹. Bref, l'explication donnée par M. Nemy à M^{me} Stewart et à M. Meanchoff pour le retrait des demandes n'est pas crédible.

¶ 203 M. Nemy a dit à la formation qu'il ne s'était pas rappelé l'appel téléphonique¹⁰² au moment où il avait été interrogé par les enquêteurs de l'OCRCVM en juin 2007. Deux ans et demi plus tard, non seulement M. Nemy se rappelle qu'il y a eu un appel, mais il se rappelle aussi les *détails* des instructions de M. Dingwall.

¶ 204 L'oubli d'un appel téléphonique aussi important à une date beaucoup plus proche du moment de l'appel est suspect. M. Nemy devait savoir que, s'il parlait de l'appel téléphonique aux enquêteurs, cela mettrait M. Dingwall dans l'embarras. L'explication donnée par M. Nemy évitait ce problème.

¶ 205 Il y a une autre explication du fait qu'il n'a pas mentionné l'appel téléphonique aux enquêteurs, c'est que l'appel téléphonique n'a jamais eu lieu.

¶ 206 En dernière analyse, la question de savoir si l'appel téléphonique a eu lieu ou non n'est pas pertinente par rapport à la question de la responsabilité d'activité incorrecte sur le marché parce que les instructions de M. Dingwall ne pouvaient avoir pour effet et n'ont pas pour effet d'excuser la tentative de M. Nemy d'influer incorrectement sur le cours de clôture de TIC en fin de mois.

¶ 207 Il reste qu'après ce message à M. Dingwall à 3.17.54, M. Nemy a fait descendre le cours acheteur en annulant les quatre ordres d'achat. N'eût été de l'intervention inattendue d'un tiers, cela aurait entraîné une baisse du cours acheteur de clôture de TIC de quatre cents. Manifestement, M. Nemy a montré qu'il était disposé à manipuler le marché pour des raisons personnelles, soit faire baisser la valorisation de ses stocks de TIC en septembre en vue de se ménager un bon départ pour ce mois.

¹⁰⁰ Transcription, page 1510.

¹⁰¹ Transcription, pages 1518 à 1522.

¹⁰² Transcription, page 1511.

¶ 208 Il y a quelque chose d'ironique dans l'analyse qui précède. Le retrait des quatre demandes par M. Nemy le 31 août n'est pas inclus à titre de cours acheteur de clôture factice dans l'exposé des allégations de l'OCRCVM. Toutefois, les conclusions concernant la conduite et la crédibilité de M. Nemy sont pertinentes au plus haut point.

PARTIE VI

L'ÉVALUATION DU RAPPORT BODDIE

¶ 209 Dans son rapport, M. Boddie dit que VMTDI a élaboré une série de tests [TRADUCTION] « visant expressément à aider à apprécier la facticité de la négociation qui fait l'objet des allégations¹⁰³ ». M. Boddie dit qu'il a examiné ces tests et recommandé quelques changements mineurs qui ont abouti à certains tests qu'il a appliqués à chacun des cinq titres¹⁰⁴ pour arriver aux conclusions exposées dans le résumé suivant¹⁰⁵ :

[TRADUCTION]

À mon avis, les données empiriques démontrent que la manière dont les négociateurs ont saisi des ordres était généralement conforme aux normes du marché telles qu'elles existaient à l'époque pour les titres. C'est-à-dire que la grande majorité de leurs cours acheteurs se trouvaient dans les intervalles de négociation quotidiens du marché et pour cette raison ainsi que pour d'autres raisons, exposées de façon détaillée plus loin dans le présent rapport, les cours acheteurs de clôture n'étaient pas factices. Je ne crois pas qu'il y ait eu saisie systématique de DCF par les négociateurs, mais je pense plutôt qu'il y a eu tout au plus des incidents isolés de cette activité.

Je ne pense pas que M. Nemy ou M. Poulstrup a saisi de DCF et que M. Kaplan en a saisi seulement une, ...¹⁰⁶

Par conséquent, je ne pense pas que les allégations exposées par SRM [c.-à-d. l'OCRCVM] aient quelque fondement, ... à l'égard des ... DCF ...

¶ 210 M. Boddie dit que les tests sur lesquels ses conclusions sont fondées [TRADUCTION] « ont été conçus de manière à se rapporter expressément aux orientations exposées dans la Politique prise aux termes des RUIM¹⁰⁷ ». Toutefois, M. Boddie a fondamentalement confiné son interprétation de la Règle 2.2 des RUIM et de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM aux données de négociation empiriques dans le contexte du marché. Cela n'est pas conforme à la méthode téléologique (examinée ci-dessus) qu'il faut adopter pour l'analyse des transactions factices et ne tient pas compte de la Politique prise aux termes des RUIM qui précise que les catégories de manipulation expressément énumérées ne sont pas un ensemble fini ou fermé.

¶ 211 Les opinions et conclusions exposées dans le résumé du rapport Boddie sont fondées sur une interprétation erronée des orientations données dans la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM. Boddie analyse la saisie de demandes dans le contexte du marché (disons des pommes). La méthode téléologique plus large adoptée par la formation analyse les schémas de demandes (disons des oranges). Donc, le rapport Boddie n'est pas utile à l'égard des demandes de clôture factices auxquelles conclut la formation.

¶ 212 L'aphorisme « Les arbres cachent la forêt » exprime de façon lapidaire l'insuffisance d'une analyse en fonction de la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM qui ne s'attache qu'aux données de négociation empiriques dans le contexte du marché. Les données correspondent aux arbres qui forment la forêt, mais ne révèlent pas les schémas créés par les arbres. Dans l'ouvrage *An Illustrated Short History of Progress*, Ronald Wright emploie une formule qui s'applique parfaitement à l'insuffisance du rapport Boddie : [TRADUCTION] « ... le chauvinisme du présent – la façon dont nos yeux suivent le ballon plutôt que le match –

¹⁰³ Rapport Boddie, page 40.

¹⁰⁴ Rapport Boddie page 40.

¹⁰⁵ Rapport Boddie page 11.

¹⁰⁶ À la page 68 de son rapport, M. Boddie dit : [TRADUCTION] « Il y a eu seulement deux demandes de clôture factices dont M. Kaplan était responsable que j'ai détectées.

¹⁰⁷ Rapport Boddie, page 40.

est dangereux¹⁰⁸ ».

¶ 213 Le témoignage sous serment de M. Nott montre que la formule s'applique à l'analyse fondée sur le marché que fait M. Boddie des allégations à l'encontre de M. Nott.

¶ 214 L'OCRCVM allègue que M. Nott a saisi au total 230 demandes de clôture factices, soit une sur ACU, 53 sur CAN.H/CAN, 91 sur CDF.A et 85 sur PEC. M. Boddie conclut que M. Nott a saisi deux demandes de clôture factices sur CAN, sept sur CDF.A, trois sur PEC et aucune sur ACU. M. Nott a dit explicitement que les demandes de clôture factices n'étaient pas motivées par une intention d'établir un cours justifié par une demande ou une offre réelle. Il a dit que son intention était de maintenir le cours du titre¹⁰⁹ :

[TRADUCTION]

Donc, quand j'appelais Jake [M. Poulstrup], je lui disais, vous savez, « Occupez-vous de TIC », et il effectuait une demande pour maintenir le cours acheteur. Vous savez, je ne pense pas que Jake ou moi-même ayons jamais considéré que cela était constitutif de clôture à la hausse. Ça n'était que du maintien de cours. Vous savez, la salle poussait des acclamations. « Sensationnel », vous savez, « bravo », vous savez « ils ont réussi ». **Je veux dire, j'ai fait ça sur mes propres titres, mais pas pour les faire clôturer à la hausse ou pour leur faire quelque chose d'autre, mais juste pour les maintenir**¹¹⁰.
(non souligné dans l'original)

¶ 215 M. Boddie n'avait pas cette information lorsqu'il a rédigé son rapport. Toutefois, la validité de son analyse fondée sur les données dans le contexte du marché et l'exactitude de ses conclusions s'écroulent du fait du témoignage de M. Nott.

¶ 216 Le rapport Boddie comporte d'autres lacunes :

- (i) l'absence d'examen adéquat des messages instantanés et des appels téléphoniques;
- (ii) l'absence de prise en compte de la taille des demandes de clôture comme facteur pertinent;
- (iii) le fait de restreindre l'examen du mobile à la négociation un jour particulier.

(i) L'absence d'examen adéquat des messages instantanés et des appels téléphoniques

¶ 217 En contre-interrogatoire, M. Boddie a reconnu qu'il n'a pas disposé les messages instantanés et les appels téléphoniques en séquence chronologique avec la négociation¹¹¹.

¶ 218 Le rapport Boddie dit au sujet des messages instantanés :

[TRADUCTION]

Dans la plupart des cas, j'ai conclu que, d'après leur sens ordinaire, ces communications n'étaient pas claires, et j'ai trouvé qu'elles concernaient des sujets si éloignés de la négociation ou qu'elles s'exprimaient d'une manière si désinvolte et si peu professionnelle que je ne pouvais pas décider facilement du poids à leur accorder, le cas échéant¹¹².

¶ 219 La formation ne souscrit pas à la démarche du rapport Boddie et à son évaluation des messages instantanés. Plusieurs messages instantanés pertinents sont analysés dans les présents motifs. Les messages instantanés du 31 août entre MM. Nemy et Dingwall justifient de récuser le rejet global par M. Boddie de tous les messages instantanés. L'absence d'examen de ces messages compromet l'objectivité de son analyse.

¶ 220 VMTDI, dans ses observations écrites, fait l'évaluation suivante du rapport Boddie¹¹³ :

¹⁰⁸ Harper Collins Canada Ltd, 2008, Fifth Printing, page 152.

¹⁰⁹ Transcription, page 3655, lignes 1 à 7.

¹¹⁰ La question est examinée de façon beaucoup plus détaillée ci-dessous à compter de la PARTIE X.

¹¹¹ Transcription, page 3217.

¹¹² Une note de bas de page, à cet endroit, cite trois exemples, un le 2 mars, un autre le 5 mars et un dernier le 6 juin.

¹¹³ Paragraphe 154.

[TRADUCTION]

L'objet premier de l'analyse de M. Boddie consistait dans les données de négociation empiriques et la question de savoir si une demande donnée se situait dans le contexte du marché. Dans les cas appropriés, il est allé au-delà des données de négociation et il a examiné certains messages instantanés et le contenu de certains appels téléphoniques pour donner plus de contexte à l'égard de certaines anomalies de la négociation. Bien que M. Boddie n'ait pas isolé les appels téléphoniques, les messages instantanés et les données de négociation de la manière décrite dans les RMA, il a examiné la plus grande partie des MI dans la forme sous laquelle ils avaient été produits à l'origine dans les pièces 9 et 10. Rien n'indique que l'analyse de la négociation de M. Boddie ait été influencée par un MI ou un appel téléphonique en particulier, sauf de très rares cas.

¶ 221 L'un de ces « très rares cas » témoigne d'un manque d'impartialité. Dans un message du 24 août 2005¹¹⁴, M. Kaplan dit à M. Nott [TRADUCTION] d'« abattre le titre de CAN ». M. Boddie se sert de cette conversation pour établir le mobile de M. Nott pour saisir une demande de clôture¹¹⁵. Toutefois, M. Boddie s'est donné la peine d'interroger M. Kaplan. M. Boddie dit : « Son motif [c'est-à-dire de M. Kaplan] pour faire cette déclaration n'était pas clair pour moi, d'après son sens ordinaire, mais M. Kaplan a expliqué par la suite qu'il voulait voir ce que le marché ferait sans leur participation¹¹⁶. M. Boddie a accepté cette déclaration intéressée, qui n'a pas été faite sous serment, pour exonérer M. Kaplan.¹¹⁷

(ii) L'absence de prise en compte de la taille des demandes de clôture comme facteur pertinent

¶ 222 Pour arriver à ses conclusions, M. Boddie n'a pas tenu compte du nombre de lots visés par les demandes. Il a témoigné que ce n'est pas l'un des facteurs énumérés dans la Politique 2.2 prise aux termes des RUIM au sujet de la facticité¹¹⁸. Dans son rapport, M. Boddie dit¹¹⁹ :

[TRADUCTION]

Je conviens que l'heure de saisie d'une demande, bien qu'elle ne soit pas déterminative de la facticité, constitue un facteur important, mais je ne souscris pas à l'importance qu'il [l'OCRCVM] attache à la « taille » d'un ordre. À mon avis, il n'y a rien d'intrinsèquement condamnable dans les petits ordres. Il y a des raisons de marché normales et légitimes d'effectuer de petites demandes, sur lesquelles je reviendrai plus en détail dans la Partie Sept ci-dessous. Également, à ce que je sache, **la Politique ou les RUIM n'attachent pas de connotations négatives aux petites demandes.** (souligné dans l'original)

¶ 223 Toutefois, les RUIM et la Politique prise aux termes des RUIM n'excluent pas la prise en compte de la preuve à l'égard des petites demandes. Or, c'est précisément ce que fait M. Boddie. Dans l'application du « contexte du marché », la fréquence des petites demandes ne constitue pas un facteur à prendre en compte. Cette position est en porte-à-faux avec le témoignage de M. Cooper qui a dit que si quelqu'un a une grosse position sur un titre, la demande d'un seul lot régulier en fin de séance suggère quelque chose d'autre qu'un but légitime et aussi que si l'objectif de la demande n'est pas d'acheter un titre, on effectuerait une petite demande. M. Cooper a dit que si un négociateur fait quelque chose trois fois ou plus, cela peut avoir l'air d'un schéma délibéré¹²⁰.

¶ 224 S'ajoute aussi le témoignage de M. Holley¹²¹, qui a dit que des petits ordres sur des titres à cours peu

¹¹⁴ Conversation ID 1769512, BLG 2122688.

¹¹⁵ Rapport Boddie, page 6.

¹¹⁶ Rapport Boddie, page 6, note de bas de page 6.

¹¹⁷ La formation a jugé que M. Kaplan n'était pas un témoin crédible. Voir la discussion dans la PARTIE XI.

¹¹⁸ Transcription, pages 3042 et 3043.

¹¹⁹ Rapport Boddie, page 48.

¹²⁰ Transcription, pages 2901 à 2907.

¹²¹ Rapport Holley, paragraphe 95 a).

élevé ont une faible probabilité d'exécution parce qu'ils ne sont pas intéressants pour les vendeurs qui doivent supporter une commission minimale sur une exécution partielle.

¶ 225 La preuve indique que les petites demandes sont suspectes et ne devraient pas être négligées.

(iii) *Le fait de restreindre l'examen du mobile à la négociation un jour particulier*

¶ 226 Dans son rapport, M. Boddie dit¹²² :

[TRADUCTION]

Dans mon expérience, j'ai trouvé qu'un motif discernable existe ordinairement (habituellement, le gain financier) pour la plupart des actes d'inconduite délibérée qui ont lieu sur un marché. C'est-à-dire qu'on peut s'attendre à trouver un motif discernable pour une inconduite comme la saisie de demandes de clôture factices. Dans le présent rapport, j'ai donc examiné les données de marché pour chercher à identifier une activité de négociation pouvant indiquer l'existence d'un motif un jour particulier. En procédant ainsi, je ne suis pas arrivé à trouver un motif raisonnable expliquant la saisie de demandes de clôture factices, sauf dans quelques cas isolés.

¶ 227 Cette conclusion ne résiste pas, compte tenu de la preuve exposée ci-dessus concernant les positions importantes de M. Nemy sur TIC dans son compte personnel et dans son compte de stocks, les pertes considérables subies par M. Nemy au cours de la période des faits reprochés du fait de la valeur à la baisse de TIC et les préoccupations exprimées par M. Nemy au sujet de TIC dans ses messages instantanés.

PARTIE VII

LES ALLÉGATIONS À L'ENCONTRE DE M. NOTT

¶ 228 L'OCRCVM allègue que M. Nott a saisi au total 230 demandes de clôture factices, soit une sur ACU, 53 sur CAN.H/CAN, 91 sur CDF.A et 85 sur PEC. Les détails des demandes de clôture factices sur chacun des titres sont donnés dans les tableaux 1, 2, 3 et 4 de l'Appendice B de l'exposé des allégations.

¶ 229 M. Nott a obtenu l'inscription dans le domaine des valeurs mobilières en 1995. Il a été engagé par VMTDI le 4 avril 2005 à titre de négociateur de stocks, de négociateur inscrit et de négociateur responsable du flux d'ordres clients provenant des États-Unis et destinés à l'exécution sur la BC-TSX. M. Nott travaillait dans le bureau de Toronto de VMTDI.

¶ 230 M. Nott n'a pas produit de défense à l'exposé des allégations. Il s'est représenté lui-même. Il a témoigné et dit ouvertement que les demandes de clôture énumérées dans les tableaux joints à l'exposé des allégations n'étaient pas motivées par une intention d'établir un cours justifié par une offre ou une demande réelle à l'égard d'un titre. Il a dit que son intention était de maintenir le cours du titre¹²³ :

[TRADUCTION]

Je pense fondamentalement que tout ce – toute cette argumentation – je pense se ramène à ce qu'on définit comme négociation à la hausse. Mon équipe de gestion, Rob Dingwall, M. Tucker, Rob Nemy, avait manifestement la même définition que moi de la clôture à la hausse, il ne fallait pas faire monter le cours plus haut, mais on pouvait maintenir le cours acheteur. Je veux dire, vous savez, c'est – je dis seulement que cela est prouvé par leurs actions sur le – sur le titre TIC...

Et plus loin¹²⁴ :

[TRADUCTION]

Donc, quand j'appelais Jake [M. Poulstrup], je lui disais, vous savez, « Occupez-vous de TIC », et il effectuait une demande pour maintenir le cours acheteur. Vous savez, je ne

¹²² Rapport Boddie, page 7.

¹²³ Transcription, page 3653, lignes 17 à 25.

¹²⁴ Transcription, page 3655, lignes 1 à 7.

pense pas que Jake ou moi-même ayons jamais considéré que cela était constitutif de clôture à la hausse. Ça n'était que du maintien de cours. Vous savez, la salle poussait des acclamations. « Sensationnel », vous savez, « bravo », vous savez « ils ont réussi ». Je veux dire, j'ai fait ça sur mes propres titres, mais pas pour les faire clôturer à la hausse ou pour leur faire quelque chose d'autre, mais juste pour les maintenir. C'est là que j'ai demandé, et je pense que ça sera l'une des points majeurs que vous aurez à décider, de définir la clôture à la hausse parce que mon équipe et moi ne considérons pas que cela était constitutif de clôture à la hausse.

¶ 231 La formation a décidé que les demandes effectuées dans le contexte du marché en vue de maintenir le cours acheteur de clôture constituaient des demandes de clôture factices. Sur le fondement des éléments reconnus par M. Nott, la formation juge que les demandes de clôture factices indiquées dans l'exposé des allégations ont été prouvées.

PARTIE VIII

LES ALLÉGATIONS À L'ENCONTRE DE M. SADEGHI

¶ 232 L'OCRCVM allègue que M. Sadeghi a saisi 50 demandes de clôture factices sur ACU (tableau 1), deux demandes de clôture factices sur TIC (tableau 5), une demande de clôture factice sur PEC (tableau 4) et quatre demandes de clôture factices sur CDF.A (tableau 3).

Résumé des conclusions

¶ 233 À titre de teneur de marché chargé de maintenir un marché ordonné sur ACU, M. Sadeghi a agi de bonne foi et de façon correcte en saisissant des demandes de clôture à l'égard d'ACU. Les allégations de saisie de 50 demandes de clôture factices sur ACU sont rejetées.

¶ 234 Les circonstances se rapportant aux demandes de clôture factices sur TIC le 1^{er} juin et le 18 août n'appuient pas la déduction que M. Sadeghi savait qu'il pouvait saisir des demandes de clôture factices. Les deux allégations sont rejetées.

¶ 235 La formation conclut que M. Sadeghi a saisi une seule demande de clôture factice sur PEC le 15 juillet et deux demandes de clôture factices sur CDF.A, l'une le 14 octobre et l'autre le 21 octobre. Aucune de ces demandes ne s'inscrivait dans un schéma de saisie de demandes de clôture factices. Les allégations de saisie de demandes de clôture factices sur CDF.A les 17 et 26 octobre sont rejetées.

Le contexte

¶ 236 M. Sadeghi a obtenu une maîtrise de l'Université York en 1995. Il a été engagé par la Bourse de Toronto à titre d'opérateur de marché en 1997. Après la fermeture du parquet de négociation du TSX en 2000, il a travaillé pour Canaccord Capital comme négociateur adjoint et, en 2001, il a obtenu son permis comme négociateur inscrit. En 2003, VMTDI lui a fait une offre d'emploi par l'entremise de M. Nemy, mais M. Sadeghi a choisi de rester chez Canaccord. M. Sadeghi dit qu'il est devenu le négociateur le plus rentable pour Canaccord de 2003 à 2005. Le 9 mai 2005, après de nombreuses communications avec MM. Nemy et Tucker, il a donné sa démission de Canaccord et, avec M. Kaplan, il s'est joint à VMTDI au bureau de Burlington sous la surveillance de M. Nemy.

¶ 237 En août 2005, M. Sadeghi a été désigné comme teneur de marché sur ACU, titre nouvellement inscrit à la cote du TSX. ACU était un titre à marché très étroit, caractéristique qu'on retrouve chez un grand nombre de sociétés de petite capitalisation lorsqu'elles sont inscrites pour la première fois à la cote du TSX.

¶ 238 M. Sadeghi a déposé le Manuel du teneur de marché 2006 du TSX¹²⁵ exposant de façon détaillée le rôle des teneurs de marché. À titre de teneur de marché responsable, M. Sadeghi était chargé de maintenir un marché ordonné pour les actions d'ACU. À défaut d'ordres indépendants, il devait veiller à assurer qu'il y avait des demandes ou des offres à l'égard des actions dans un intervalle de cours déterminé par le TSX.

¹²⁵ Pièce 51.

L'intervalle initial pour ACU était de 5 cents. Cet intervalle a été porté à 21 cents à la fin d'octobre. Les teneurs de marché sont surveillés par le TSX et ils sont notés en fonction de leur performance. L'absence de performance peut entraîner la perte de la désignation de teneur de marché responsable.

¶ 239 M. Sadeghi était la seule des personnes physiques intimées ayant des fonctions de teneur de marché à l'égard de l'un des cinq titres. De ce fait, ses activités de teneur de marché sur ACU étaient assujetties aux dispositions de la Règle 2.2 des RUIM, ainsi conçue :

Activités manipulatrices et trompeuses

- (1) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas, directement ou indirectement, se livrer à une manœuvre, à une action ou à une pratique manipulatrice ou trompeuse ou participer à son utilisation, dans le cadre d'un ordre ou d'une transaction sur un marché s'il connaît ou devrait raisonnablement connaître la nature de la manœuvre, de l'action ou de la pratique.
- (2) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas, directement ou indirectement, saisir un ordre ou exécuter une transaction sur un marché s'il sait ou devrait raisonnablement savoir que la saisie de l'ordre ou l'exécution de la transaction aura ou serait raisonnablement susceptible d'avoir pour effet de créer :
 - (a) une apparence fausse ou trompeuse d'activité de négociation sur le titre ou de susciter un intérêt à l'égard de l'achat ou de la vente du titre;
 - (b) un cours vendeur, un cours acheteur ou un prix de vente factices à l'égard du titre ou d'un titre connexe.
- (3) **Il est entendu que la saisie d'un ordre ou l'exécution d'une transaction sur un marché par une personne conformément aux obligations de tenue du marché n'est pas réputée constituer une violation des alinéas (1) ou (2) à la condition que cet ordre ou cette transaction soit conforme aux règles du marché applicables et que l'ordre ou la transaction ait été nécessaire afin de respecter les obligations applicables de tenue du marché.** (non souligné dans l'original)

¶ 240 M. Sadeghi a commencé son témoignage en disant : [TRADUCTION] « Bien que je ne sois pas représenté par avocat, c'est avec grande confiance que je vous présente ma version des faits et que je défends ma cause, simplement parce que je suis ici pour dire la vérité¹²⁶. » En arrivant à ses conclusions, la formation note que le témoignage et la présentation de M. Sadeghi ont été conformes à cette déclaration. Il était très bien préparé, compétent et crédible.

Les ordres fixant le cours de clôture sur ACU

¶ 241 Le 6 août, M. Sadeghi a noté une augmentation du volume de négociation et du niveau du cours d'ACU. Il a dit que ce qui lui paraissait très anormal à l'époque en tant que teneur de marché, c'était qu'habituellement on ne voit pas la sorte d'augmentation brusque qui est intervenue du niveau de 1,40 \$ à un niveau de près de 2,60 \$¹²⁷. M. Sadeghi a découvert qu'il y avait une position importante de vente à découvert sur le marché d'ACU. En poussant sa recherche plus loin, il s'est rendu compte que ce titre était difficile à emprunter.

¶ 242 Sur le fondement des connaissances préalables des membres de la formation¹²⁸, la signification de cet élément peut s'expliquer de la façon suivante. Le vendeur à découvert vend des titres qu'il ne possède pas dans l'espoir de les racheter à un cours inférieur. Après la vente, le vendeur à découvert cherche normalement à emprunter les actions par l'entremise du Service de prêts organisé du TSX pour satisfaire à son obligation de livraison à l'acheteur. Si un titre est difficile à emprunter, il se peut que le Service de prêts n'ait pas accès à des

¹²⁶ Transcription, page 3444 lignes 3 à 5.

¹²⁷ Transcription, pages 3448 et 3449.

¹²⁸ L'expérience cumulative des membres de la formation dans le secteur des valeurs mobilières et à la Bourse de Toronto se chiffre à plus de 100 ans.

actions empruntables, de sorte que le vendeur à découvert risque que sa position à découvert soit couverte par un achat d'office exécuté sur le TSX qui aurait pour effet de dénouer la vente à découvert. L'avis d'un achat d'office projeté devait être affiché par le TSX avant 15 h en vue de l'exécution à 15 h 15 moyennant une prime de 15 % au-dessus du cours du marché ordinaire.

¶ 243 M. Sadeghi avait observé qu'une série d'achats d'office était exécutée contre un courtier non identifié. Les activités de vente à découvert de ce courtier ont causé du souci à M. Sadeghi au sujet de la façon de traiter le marché d'ACU et il a porté moins attention à ses obligations de maintenir son intervalle de cours imposées par le TSX.

¶ 244 M. Sadeghi a témoigné que vers la mi-août il a entrepris d'acquérir une position sur ACU en partie de façon à être en mesure de répondre aux achats d'office qui étaient exécutés. Il est parvenu à accumuler 38 383 actions à la fin d'août. Au cours du mois, il a été approché par M. Nemy à de nombreuses reprises au sujet du maintien de l'écart entre les demandes et les offres à la limite requise ou à une limite moindre de manière à améliorer son classement comme teneur de marché sur ACU¹²⁹.

¶ 245 M. Sadeghi a témoigné : [TRADUCTION] « Après avoir consulté quelques-uns de mes collègues possédant plus d'expérience, il semble qu'il y avait plus que quelques individus participant à la manipulation à la baisse d'African Copper. Il fallait qu'il existe une position à découvert importante détenue par le courtier sous le numéro 01 ou de façon anonyme. De plus, il devait y avoir un compte ayant une position acheteur plus petite. Cela explique la pression à la baisse sur ACU vers la fin de la séance exercée par le vendeur anonyme. Une fois la dernière transaction indépendante établie, le compte à découvert qui était en appel de marge et qui était assujéti aux achats d'office devait les effectuer à un prix de 15 % supérieur à celui de la dernière transaction indépendante.¹³⁰ »

¶ 246 M. Sadeghi n'a jamais pu participer aux achats d'office parce que l'achat d'office était retiré chaque fois qu'il présentait une offre¹³¹. M. Sadeghi a témoigné¹³² :

[TRADUCTION]

À de nombreuses occasions, j'ai parlé avec mon surveillant immédiat, M. Robert Nemy. Je lui ai expliqué la situation et je lui ai fourni ma recherche sur le titre. Au début de septembre, j'ai demandé à M. Nemy si je pouvais communiquer avec l'OCRCVM, SRM à l'époque, et lui demander de suivre la négociation suspecte sur ACU. M. Nemy m'a demandé d'attendre encore, jusqu'à ce qu'un schéma de négociation se dégage. À plusieurs reprises, je me suis plaint et j'ai exprimé mon insatisfaction à ce sujet à M. Nemy, en vain.

¶ 247 John Newell, qui était aussi négociateur au bureau de Burlington, a confirmé que M. Sadeghi avait eu des discussions à ce sujet avec M. Nemy. M. Newell a témoigné¹³³ :

[TRADUCTION]

Oui. M. Nemy a dit : « N'appellez pas SRM. » Il a dit à Aidin : « N'achetez plus aucun titre et attendez qu'un schéma se dégage sur le titre et d'avoir plus de preuve ».

¶ 248 Ordinairement, un teneur de marché signalerait une activité suspecte à l'autorité de contrôle du marché. M. Nemy lui demandant de faire son travail et de ne pas communiquer avec l'autorité de contrôle, M. Sadeghi a dit qu'il avait l'impression d'être pris dans une position intenable, du fait que M. Nemy lui avait dit de ne pas négocier d'actions et de ne pas communiquer avec l'autorité de contrôle, alors qu'il était toujours tenu de s'acquitter de ses fonctions de teneur de marché.

¶ 249 M. Sadeghi a été informé que sa performance à titre de négociateur responsable sur ACU était inférieure

¹²⁹ Transcription, page 3453.

¹³⁰ Transcription, page 3469.

¹³¹ Transcription, pages 3586 et 3587.

¹³² Transcription, page 3472.

¹³³ Transcription, page 3518.

aux normes minimales acceptables en septembre 2005. M. Sadeghi a respecté l'intervalle requis au mois d'octobre.

Les ordres fixant le cours acheteur de clôture sur ACU

¶ 250 Les membres de la formation estiment, et le président y souscrit, qu'il existe un hiatus essentiel entre la responsabilité du teneur de marché de maintenir un marché ordonné sur un titre et la considération de ces activités dans la perspective de demandes factices. Le teneur de marché a la responsabilité de performer et il est jugé sur le fondement de cette performance par le TSX. Il doit se servir de son jugement en fonction des conditions du marché à tout moment donné. Il peut adopter sur le marché trois points de vue – neutre, haussier ou baissier. S'il est haussier ou positif, il est disposé à assurer la contrepartie et à acheter sur une baisse parce qu'il s'attend à ce que le titre connaisse une reprise et lui permette de vendre en réalisant un profit. S'il est baissier, il peut essayer de vendre à découvert pour se couvrir ensuite en achetant à un cours plus bas. S'il est neutre, il achète et vend, mais tend à essayer de maintenir une position relativement inchangée dans le temps.

¶ 251 Force est de reconnaître que le teneur de marché a l'obligation d'assurer la contrepartie. On peut imaginer qu'il pourrait représenter la demande et l'offre de clôture chaque jour de l'année parce qu'il tient un marché proche de la dernière vente en l'absence de demandes ou d'offres indépendantes. Aucune de ces demandes ou offres ne correspond à une demande ou à une offre « réelle ». Si l'offre indépendante est à 10 cents au-dessous de la dernière vente et que son intervalle minimal est 5 cents, une demande 5 cents au-dessous de la dernière vente est meilleure qu'une offre 5 cents au-dessous juste pour faire l'intervalle avec l'indépendant. Aucune de ses demandes ou offres ne correspond à une demande ou à une offre réelle, le critère appliqué pour décrire une demande de clôture factice. Il se sert de son jugement en fonction du marché à tout moment donné.

¶ 252 L'OCRCVM est devenu tellement débordé de demandes de clôture factices par les personnes physiques intimées sur les cinq autres titres pour lesquels il n'y avait pas de teneur de marché désigné qu'il a traité avec le même zèle le seul titre et le seul négociateur pour lesquels il existait une responsabilité et a continué de voir tous les négociateurs dans la même perspective.

¶ 253 Aucune de ces critiques n'a pu profiter du témoignage crédible de M. Sadeghi.

¶ 254 On critique l'efficacité avec laquelle M. Sadeghi a exercé ses responsabilités de teneur de marché (p. ex., ramener la fourchette à un cent à de nombreuses occasions), mais ce n'est pas la question dont est saisie la formation. La question est de savoir si M. Sadeghi exerçait une fonction imposée et surveillée par le TSX conformément à l'alinéa (3) de la Règle 2.2 des RUIM.

¶ 255 La formation conclut que, dans son rôle de teneur de marché chargé de maintenir un marché ordonné sur ACU, M. Sadeghi a agi de bonne foi et correctement en saisissant des demandes de clôture à l'égard d'ACU. Les allégations de saisie de 50 demandes de clôture factices sur ACU sont rejetées.

Les ordres fixant le cours acheteur de clôture sur TIC

¶ 256 M. Sadeghi a saisi deux ordres qui sont devenus le cours acheteur de clôture (le 1^{er} juin et le 18 août). Les deux ordres ont été saisis à la demande de M. Nemy. M. Sadeghi a dit qu'il pense que M. Nemy a appelé les deux fois et que les ordres ont été saisis au cours indiqué par M. Nemy. M. Sadeghi a témoigné : [TRADUCTION] « Je n'ai pas mis en question la justification. J'ai fait ce que mon gestionnaire m'a dit de faire¹³⁴. »

¶ 257 Il n'était pas inhabituel qu'à l'occasion des ordres soient saisis à la demande d'autres négociateurs du bureau s'ils étaient occupés ou absents du bureau. Dans ces cas, le négociateur n'était pas nécessairement conscient que l'ordre pouvait faire partie d'un schéma de demandes. Il n'y a pas de preuve que M. Sadeghi ait été au courant de l'existence d'un tel schéma lorsqu'il a saisi les demandes de TIC.

¶ 258 Le premier ordre, le 1^{er} juin, portait sur 100 actions à 2,81 \$, à 15:51:45:39. M. Sadeghi n'avait pas

¹³⁴ Transcription, page 3703.

d'actions à ce moment-là et l'ordre n'avait pas de signification financière pour lui à l'égard d'une perte sur les stocks non réalisée. Le titre avait eu, ce jour-là, un cours d'ouverture de 2,84 \$, un haut de 2,85 \$, un bas de 2,75 \$ et un dernier cours de 2,83 \$, un volume de 16 400 pendant la séance. Le marché a clôturé sur une fourchette de 2,81 \$ cours acheteur – 2,83 \$ cours vendeur. Le cours de l'ordre était à 2 cents au-dessous de la dernière vente.

¶ 259 Le deuxième ordre sur TIC saisi à la demande de M. Nemy, le 18 août, portait sur 100 actions à 2,12 \$ à 15:42:53:96. M. Sadeghi possédait 100 actions à la clôture de la séance. L'ordre avait une signification financière minimale pour lui à l'égard d'une perte non réalisée. Le titre avait eu, ce jour-là, un cours d'ouverture de 2,20 \$, un haut de 2,20 \$, un bas de 2,01 \$, un dernier cours de 2,06 \$, un volume de 103 000 pendant la séance. Le marché a clôturé sur une fourchette de 2,12 \$ cours acheteur – 2,15 \$ cours vendeur.

¶ 260 Les circonstances relatives aux demandes de clôture factices sur TIC le 1^{er} juin et le 18 août n'appuient pas la déduction que M. Sadeghi savait qu'il pouvait saisir des demandes de clôture factices. Les deux allégations sont rejetées.

L'ordre ayant fixé le cours de clôture sur PEC

¶ 261 M. Sadeghi a saisi seulement une demande qui est devenue le cours acheteur de clôture. Le 15 juillet, à la suite d'un appel téléphonique entre M. Sadeghi et M. Nott, M. Sadeghi a saisi une demande de 2 000 actions, qui a été exécutée. Il a ensuite saisi un second ordre, portant sur 500 actions, à 15:06:43:32. À la fin de la séance, il possédait les 2 000 actions. Le titre a eu, ce jour-là, un cours d'ouverture et un haut de 0,155 \$, un bas et un dernier cours de 0,15 \$, un volume de 25 000. Le marché a clôturé sur une fourchette de 0,15 \$ cours acheteur – 0,16 \$ cours vendeur et le cours d'ouverture du lendemain a été de 0,15 \$. À 10:44:49 le 16 juillet, M. Sadeghi a vendu les 2 000 actions de PEC à 0,15 \$, soit le même prix que celui qu'il avait payé à l'achat de ces actions.

¶ 262 M. Sadeghi a dit au sujet de cette demande de clôture isolée :

[TRADUCTION]

M. Nott n'a pas réalisé de profit important sur cette transaction. Le titre s'était négocié auparavant à ce cours pendant la séance, c'est une chose qui ne s'est produite qu'une fois sur ce titre et je n'ai plus jamais négocié PEC. ... À mon avis, c'est un cas de demande factice. Je l'accepte, votre honneur. Et je n'ai que deux choses à dire à ce sujet. Comme je l'ai dit, M. Nott n'a pas réalisé de profit important du fait de cette transaction. En vendant les actions le lendemain, j'ai montré que je ne voulais avoir rien à voir avec ça. Je mets en question mon jugement à ce moment-là. Et ma demande était compatible avec la dernière transaction ce jour-là¹³⁵.

¶ 263 Cela constituait une seule demande de clôture isolée, cela ne faisait pas partie d'un schéma de demandes. La demande n'a pas été saisie dans les dernières minutes de la séance. Il ne s'agissait pas d'une demande portant sur un seul lot. M. Sadeghi ne possédait pas d'actions de PEC avant la date de la demande. Il a vendu les actions le lendemain au même cours que celui qu'il avait payé à l'achat des actions. La preuve circonstancielle relative à cette demande ne correspond pas au schéma de caractéristiques identifiables invoqué par le personnel de l'OCRCVM pour établir l'existence des demandes de clôture factices.

¶ 264 N'était de l'aveu de M. Sadeghi que ce seul ordre isolé fixant le cours acheteur de clôture sur PEC constitue [TRADUCTION] « un cas de demande factice », la formation rejeterait l'allégation. On ne peut ignorer l'aveu. Toutefois, la formation est forcée de dire que, malgré le fait que l'aveu de M. Sadeghi constitue la preuve que ce seul ordre fixant le cours acheteur de clôture sur PEC constitue une demande de clôture factice, la demande était inoffensive et n'a pas eu d'effet négatif sur le marché.

Les ordres fixant le cours acheteur de clôture sur CDF.A

¶ 265 Le personnel de l'OCRCVM allègue que M. Sadeghi a saisi des demandes de clôture factices les 14, 17,

¹³⁵ Transcription, page 3707.

21 et 26 octobre. M. Sadeghi a reconnu franchement que les demandes des 14 et 21 octobre étaient des demandes de clôture factices. Il conteste l'allégation en ce qui concerne les demandes des 17 et 26 octobre.

Le 14 octobre

¶ 266 Le 14 octobre, M. Sadeghi a reçu un message instantané de M. Nott lui demandant d'effectuer une demande sur CDF.A. À 15:56:03:63, M. Sadeghi a saisi un ordre portant sur 500 actions à 0,65 \$ qui est devenu le cours acheteur de clôture. En contre-interrogatoire, M. Sadeghi a convenu que le seul but de la saisie de l'ordre était de donner suite à la demande formulée par M. Nott. M. Sadeghi a dit¹³⁶ :

[TRADUCTION]

J'ai présenté l'ordre à sa demande. C'est – cela constitue clairement un cas de demande de clôture factice. Je ne le nie pas. Les conversations sont là et je ne vais pas faire affront à votre intelligence ou à l'intelligence de la formation. C'est un cas de demande de clôture factice.

Le 17 octobre

¶ 267 Le personnel de l'OCRCVM allègue qu'un ordre de M. Sadeghi le 17 octobre à 15:46:23:88 portant sur 2 500 actions à 0,66 \$ constituait une demande de clôture factice en réponse à une demande téléphonique de M. Nott à 15.32.30. M. Sadeghi dit qu'il a effectué la demande en vue d'acquérir CDF.A pour ses stocks et il indique une série de demandes qu'il a effectuées plus tôt pendant la séance à des cours inférieurs. La formation accepte le témoignage de M. Sadeghi et rejette l'allégation qu'il a saisi une demande de clôture factice le 17 octobre.

Le 21 octobre

¶ 268 En réponse à une demande de M. Nott, le 21 octobre, pour qu'il lui [TRADUCTION] « rend[e] un service », M. Sadeghi a saisi un ordre portant sur 1 500 actions de CDF.A à 0,64 \$ à 15.30.10.53. M. Sadeghi a avoué que le seul but de cet ordre était de saisir le cours acheteur de clôture ce jour-là. M. Sadeghi a noté que le titre s'était antérieurement négocié à ce cours-là et à un cours plus élevé pendant la séance.

Le 26 octobre

¶ 269 M. Sadeghi a témoigné que, le 26 octobre, M. Nott a communiqué avec lui et lui a demandé d'effectuer une demande sur CDF.A¹³⁷. En réponse à cette demande, M. Sadeghi a passé un ordre d'achat de 1 500 actions à 0,61 \$ à 14:43:12:18. Puis il a passé un ordre d'achat de 1 500 actions à 0,63 \$ à 14:43:18:54, suivi d'un autre ordre d'achat de 1 500 actions à 0,64 \$ à 14:43:27:92. M. Sadeghi a expliqué la justification de ces demandes échelonnées de la façon suivante¹³⁸ :

[TRADUCTION]

Euh, ce que j'ai fait, c'est que fondamentalement j'ai ajouté de la profondeur au marché. Dans le cas où il y aurait des vendeurs à 64, 63 et 61, j'ai – naturellement l'une des choses que je ferais naturellement, je ne suis pas sûr si je l'ai fait dans ce cas-ci, mais comme je vous ai dit, je me sentais à l'aise de posséder des titres à certains niveaux. Et dans le cas de celui-ci, il se peut que j'aie regardé le graphique et que je me sois dit « Bon, le niveau de soutien pourrait être 60. Le titre pourrait descendre jusqu'à 60 cents. ... M. Nott m'a dit de le faire et quand j'ai passé les autres ordres, c'était que si j'obtenais l'exécution à 64 cents puis si – j'aurais les ordres à 63 et à 64 au cas où, fondamentalement je ferais une moyenne à la baisse sur mon ordre.

¶ 270 À 14:44:33:57, M. Nott a vendu 1 000 actions à M. Sadeghi en réponse à l'ordre d'achat à 0,64 \$. M. Nott a témoigné qu'il avait par accident vendu au cours acheteur¹³⁹. M. Sadeghi a témoigné qu'il ne savait

¹³⁶ Transcription, page 3755.

¹³⁷ Transcription, page 3709.

¹³⁸ Transcription, page 3711.

¹³⁹ Transcription, page 3656.

pas que M. Nott vendrait en réponse à son ordre et était surpris¹⁴⁰ :

[TRADUCTION]

Et j'ai répondu « Avez-vous vendu?¹⁴¹ ». Il s'agit d'une réponse de surprise, ce qu'on ne peut voir en lisant un message instantané. Mais ça traduit ma surprise. Il est 14 h 45, j'ai effectué une demande et en une minute, j'obtiens une exécution. Je vérifie et je vois que c'est le numéro 07 qui m'a vendu, de sorte que ma réaction naturelle – je ne pouvais pas voir – parce que c'est la transaction antérieure, je ne pouvais pas voir qui est le vendeur réel à moins de demander à M. Nott « Est-ce que c'était vous? Venez-vous juste de me vendre? » Et j'étais surpris et sa réponse à la ligne 7411 est « Petit lot, excusez-moi. On en reparle plus tard. » Je dis « O. K. »

¶ 271 M. Sadeghi s'est rendu compte que c'était une opération fictive¹⁴², mais cela ne le préoccupait pas. Il a dit que c'était la partie agressive de l'opération qui était responsable d'appeler l'OCRCVM et il a supposé que M. Nott le ferait.

¶ 272 En contre-interrogatoire, M. Sadeghi a confirmé et souligné le fait qu'il avait été surpris par l'opération fictive et qu'il s'attendait à ce que M. Nott prendrait des mesures correctrices¹⁴³ :

[TRADUCTION]

Q. M. Nott vous avait seulement demandé d'effectuer une demande à 61 sur un petit lot mais vous avez porté la demande à 64, ce qui est la raison pour laquelle l'opération fictive a eu lieu; est-ce exact?

R. Non, ce n'est pas la raison pour laquelle l'opération fictive a eu lieu. Vous devriez demander à M. Nott pour quelle raison l'opération fictive a eu lieu. J'effectue une demande – j'effectue une demande à 61. J'effectue une demande à 63. J'effectue aussi une demande à 59. J'effectue une demande à 64 qui a fini par être la dernière demande de la séance. L'opération fictive, comme j'ai dit, cela est évident d'après ma réponse que j'étais – j'étais le – vous savez, j'étais très surpris que le numéro 7 m'ait vendu, de sorte que je devais vérifier auprès de M. Nott que – s'il était le vendeur.

Q. Et dans vos messages instantanés ici aux lignes 7411 et 7412, cela ne vous dérange pas que M. Nott et vous veniez juste de vous livrer à une opération fictive?

R. Cela ne me dérangeait pas et je vais vous dire pourquoi cela ne me dérangeait pas à l'époque. Parce que j'avais l'impression que, lorsque M. Nott était la partie agressive dans une transaction, c'est lui qui était responsable d'appeler et d'annuler une transaction qui était littéralement une opération fictive. Des opérations fictives – M. Corlett, des opérations fictives, il s'en produit tous les jours sur ce titre. Si vous négociez un titre dont le marché est très actif, les mêmes numéros négocient les uns avec les autres tout le temps. Nous parlons d'intention. Nous parlons de prédétermination ici et je comprends parfaitement à quoi vous voulez en venir. Mais dans ce cas-ci, dans ce scénario, ma réponse traduit le fait que, même si j'ai effectué la demande sur le titre conformément aux instructions de M. Nott, j'étais le premier surpris lorsque j'ai obtenu l'exécution de celle-ci avec un ordre provenant de M. Nott.

¶ 273 M. Sadeghi a nié que le but des demandes effectuées sur les instructions de M. Nott était d'augmenter le cours acheteur de clôture¹⁴⁴ :

[TRADUCTION]

¹⁴⁰ Transcription, pages 3714-3714.

¹⁴¹ Il s'agit d'un message instantané que M. Sadeghi a immédiatement envoyé à M. Nott.

¹⁴² Une opération fictive est une opération qui a pour résultat qu'il n'y a pas de changement de la propriété véritable.

¹⁴³ Transcription, pages 3751 et 3752.

¹⁴⁴ Transcription, page 3753.

Q. Mais la seule raison pour laquelle vous saisissez les ordres sur ce titre, c'est que M. Nott vous a demandé le service d'augmenter le cours acheteur de clôture?

R. Pas nécessairement augmenter le cours acheteur de clôture. Ce que je faisais, c'était effectuer des demandes sur le marché, pas nécessairement la demande de clôture, aux cours auquel le titre se négociait ou autour des cours auxquels le titre se négociait en garnissant le registre des ordres en effectuant des demandes de, disons, 57 jusqu'à 64. Au cas où il y aurait un acheteur, vous effectuez une demande à 64, puis une demande à 63 et à 61 et à 59. Ça vous donnera un meilleur prix moyen que si vous achetiez tout à 64.

Q. Mais cela ne vous intéressait pas d'avoir la propriété de ce titre, n'est-ce pas?

R. Cela – cela m'intéressait dans une certaine mesure parce que tout ordre qu'on me disait de saisir sur un titre, il serait fondé sur ma perspective d'analyse technique sur le titre.

¶ 274 *Conclusion* : La demande sur CDF.A de M. Sadeghi, le 26 octobre, n'était pas une demande de clôture factice. L'opération fictive a été précipitée par M. Nott à l'insu ou sans le concours de M. Sadeghi. M. Sadeghi s'attendait à ce que M. Nott appelle pour annuler l'opération fictive conformément à la responsabilité du négociateur agressif. Dans les circonstances, cette attente était raisonnable.

Sommaire de la décision concernant M. Sadeghi

¶ 275 La formation conclut que M. Sadeghi a saisi une seule demande de clôture factice sur PEC le 15 juillet et deux demandes de clôture factices sur CDF.A, l'une le 14 octobre et l'autre le 21 octobre. Cette conclusion se fonde sur les aveux de M. Sadeghi cités ci-dessus. Aucune de ces demandes ne faisait partie d'un schéma de saisie de demandes de clôture factices. Toutes les autres allégations de saisie de demandes de clôture factices sont rejetées.

PARTIE IX

LES ALLÉGATIONS À L'ENCONTRE DE M. NEMY

¶ 276 L'OCRCVM allègue que M. Nemy a saisi 79 demandes de clôture factices sur TIC (tableau 5).

Décision

¶ 277 La formation conclut que M. Nemy a saisi 39 demandes de clôture factices dans l'intention illégitime de maintenir la valeur de TIC aux dates suivantes énumérées dans le tableau 5 :

les 4, 6, 12, 13, 16, 19, 20, 24, 26 et 27 mai (total 10)

les 9, 15, 16, 20, 21, 22, 23, 24, 27, 28, 29 et 30 juin (total 12)

les 25, 26, 27, 28 et 29 juillet (total 5)

les 2, 3, 4, 5 et 25 août (total 5)

les 4, 6, 27 et 30 septembre (total 4)

les 7, 18 et 27 octobre (total 3)

Le contexte

¶ 278 M. Nemy s'est joint à VMTDI à titre de négociateur inscrit et de négociateur pour compte propre le 11 décembre 2003. Avant de se joindre à VMTDI, M. Nemy avait été négociateur pour compte propre pendant 16 ans et avait une expérience de surveillance d'autres négociateurs chez d'autres sociétés. M. Nemy a travaillé au siège social de VMTDI à Toronto environ quatre mois, de décembre 2003 à mars 2004, puis est passé au bureau de Burlington. M. Nemy a travaillé chez VMTDI environ cinq ans, jusqu'en septembre 2008, au moment où le bureau de Burlington a fermé pour des raisons commerciales sans lien avec la présente procédure.

¶ 279 M. Nemy était le négociateur le plus actif, le plus expérimenté et le plus performant au bureau de Burlington et il était considéré par les autres négociateurs comme le surveillant même s'il n'avait pas officiellement le titre. Il négociait de 28 à 63 titres dans un mois donné. Il avait généralement de cinq à vingt-cinq millions de dollars du capital du bureau de Burlington à sa disposition, ce capital étant généralement fixé à quarante millions de dollars¹⁴⁵.

¶ 280 M. Nemy avait investi dans TIC pendant qu'il était chez Canaccord et il a apporté une position importante sur TIC comme placement à long terme lorsqu'il s'est joint à VMTDI. VMTDI a accepté que M. Nemy et les autres négociateurs effectuant un transfert en provenance de Canaccord qui détenaient TIC dans leurs stocks de négociation pour compte propre transfèrent leurs positions chez VMTDI. M. Dingwall, M. Tucker et les autres négociateurs du bureau de Toronto de VMTDI avaient aussi des positions personnelles sur TIC.

¶ 281 Au cours de la période des faits reprochés, M. Nemy a été le négociateur principal de VMTDI sur TIC sauf une période de 15 jours en juillet, où il était en vacances, et du 9 au 24 août. Au cours de cette dernière période, il a négocié TIC dans son compte personnel, sans permission, en vue de se prévaloir d'un placement d'actions avec bons de souscription qui avait été annoncé le 19 juillet ou vers cette date¹⁴⁶.

¶ 282 M. Nemy a dit qu'il considérait TIC comme un titre liquide quelque peu volatil¹⁴⁷. Il a dit qu'au cours de la période des faits reprochés, il s'est négocié environ dix millions d'actions¹⁴⁸. Il était responsable d'environ 25 % de ce volume¹⁴⁹.

¶ 283 M. Nemy a dit qu'il cherchait à garder la valeur de ses stocks autour du niveau de 1 million de dollars¹⁵⁰. TIC a perdu environ le tiers de sa valeur au cours de la période des faits reprochés, tombant d'environ 3,60 \$ à environ 2,05 \$¹⁵¹. M. Nemy a dit que, pour maintenir le niveau de 1 million de dollars, il a été un acheteur net sauf au mois d'août¹⁵².

¶ 284 M. Nemy a dit que TIC était une position à long terme. Il a dit qu'en effectuant de la spéculation sur séance agressive sur TIC, il pouvait faire baisser (et a effectivement fait baisser – voir le paragraphe [294] ci-dessous) le coût moyen de la valeur en recul de TIC¹⁵³.

Le témoignage de M. Nemy au sujet de la baisse du coût moyen

¶ 285 On trouvera ci-dessous le témoignage de M. Nemy au sujet de sa stratégie de baisse du coût moyen¹⁵⁴ :

[TRADUCTION]

Bon, il s'agit fondamentalement de spéculation sur séance agressive à l'égard d'un titre de façon à vendre à un cours plus élevé que celui auquel j'achète, ce qui fait baisser mon coût quotidien du titre et, du coup, mon coût de stocks mensuel et mon coût trimestriel et mon coût annuel ainsi de suite jusqu'au point où j'ai fait baisser et baisser le coût par la négociation et finalement, lorsqu'arrivent les bons jours ou que sortent les bonnes nouvelles et que le titre grimpe, je – vous savez, alors je commence à obtenir ce gros mouvement des profits et pertes. C'est généralement ce que nous faisons comme négociateurs, faire baisser le coût des positions.

¶ 286 À cette fin, M. Nemy a dit qu'il s'adonne à la « formation du cours », effectuant les meilleures

¹⁴⁵ Transcription Nemy, pages 1272 et 1273.

¹⁴⁶ Transcription Dingwall, page 2204.

¹⁴⁷ Transcription Nemy, pages 1291 et 1292.

¹⁴⁸ Le rapport Holley résume les transactions mensuelles. Au cours de la période des faits reprochés, 9 564 306 actions ont été négociées.

¹⁴⁹ Transcription Nemy, pages 1291 et 1292.

¹⁵⁰ Transcription, page 1280.

¹⁵¹ Transcription Nemy, pages 1419 et 1420.

¹⁵² Transcription Nemy, pages 1420 et 1421.

¹⁵³ Transcription, page 1280.

¹⁵⁴ Transcription, page 1280.

demandes à l'intérieur du marché, réduisant l'écart entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur dans le contexte du marché. Il explique la « formation du cours » de la façon suivante ¹⁵⁵ :

[TRADUCTION]

Q. Maintenant, vous avez employé l'expression « formation du cours ». Qu'entendez-vous par là?

R. La formation du cours en général – les exemples sont souvent ce qui sert le mieux et je vais employer le même – le même exemple. Si le titre se négocie à 3,10 \$, la dernière transaction est 3,10 \$, et c'est fondamentalement à ce cours qu'a eu lieu la dernière transaction commerciale, c'est – à ce moment-là, c'est la valeur véritable du titre. Donc, si vous le voyez se négocier à 3,10 \$ et que j'effectue une demande à 3,02 \$, 3,05 \$ et 3,07 \$, c'est essentiellement acheter au-dessous du niveau de la demande véritable. C'est fondamentalement de la valeur. C'est de la valeur véritable. Prenons comme exemple une femme qui vend des pommes au coin de la rue à 10,00 \$ et qui a vendu plein de pommes à 10,00 \$ et que j'arrive et je parviens à avoir les pommes à 9,50 \$, j'ai – j'ai obtenu de la valeur.

¶ 287 La stratégie de baisse du coût moyen de M. Nemy supposait un suivi constant d'un programme appelé le système Belzberg (**Belzberg**). Ce programme l'aidait à surveiller de 28 à 63 titres qu'il négociait dans un mois quelconque au cours de la période des faits reprochés¹⁵⁶. Belzberg prévenait M. Nemy des demandes et des transactions sur TIC (et ses autres titres) et lui permettait de suivre son cours moyen pondéré par le volume (**CMPV**) pour les titres qu'il négociait. M. Nemy a expliqué (dans son interrogatoire principal) comment l'information sur le CMPV constituait la pierre angulaire de sa stratégie de baisse du coût moyen¹⁵⁷ :

[TRADUCTION]

Q. Et qu'est-ce que ça signifie [CMPV]?

R. Ça voudrait dire – c'est difficile à expliquer, mais ça signifierait – peut-être que je devrais donner un exemple parce que c'est vraiment difficile de décrire la définition. Si j'ai acheté 10 000 actions pendant la séance à 2,00 \$ – de 1,95 \$ à 2,05 \$, le CMPV pourrait être la moyenne du milieu, 2,00 \$, selon la façon dont je suis intervenu de chaque côté du marché.

Q. Étiez-vous capable de suivre l'évolution de votre CMPV?

R. Oui. L'un des avantages du système Belzberg est que je suivais constamment mon CMPV quotidien sur le titre et mes feuilles fondamentalement suivaient mon CMPV mensuel sur le titre. Ainsi je portais une attention constante, réellement, au coût quotidien de mes achats du titre et au coût quotidien de mes ventes du titre.

Q. Et pourquoi portiez-vous attention à cela?

R. Parce que c'est la façon dont je – c'est la façon dont je fais de l'argent. J'essaie d'acheter au-dessous de mon CMPV de vente et j'essaie de vendre au-dessus de mon CMPV d'achat.

Q. Et ces deux chiffres vous étaient-ils accessibles sur votre système Belzberg?

R. Oui, ils l'étaient. C'est la chose que nous suivions constamment.

LE PRÉSIDENT : Vous essayez de vendre – pourriez-vous répéter.

LE TÉMOIN : O. K. D'accord. J'essaierais – si mes ventes, le cours moyen de mes ventes, était plus élevé, alors j'essaierais d'acheter au-dessous du cours moyen de ces

¹⁵⁵ Transcription, pages 1285 et 1286.

¹⁵⁶ Transcription, page 1270.

¹⁵⁷ Transcription, pages 1281 et 1282.

ventes et je ferais de l'argent en procédant ainsi parce que je vendrais à un cours plus élevé que celui auquel j'aurais acheté.

LE PRÉSIDENT : Et cela faisait baisser votre coût moyen?

LE TÉMOIN : C'est exact. Et bien sûr, l'opposé, vendre au-dessus de mon coût.

¶ 288 Le paragraphe 36 d) du rapport Holley dit qu'en mai, il y a eu 1 091 fourchettes de marché publiées sur TIC après l'ouverture : [TRADUCTION] « Sur ces fourchettes, M. Nemy était le demandeur, généralement à lui seul, mais parfois avec d'autres participants au marché, 65 % du temps. » Voici la façon dont M. Nemy explique pourquoi il effectuait si souvent une demande retenue dans la fourchette sur TIC¹⁵⁸ :

[TRADUCTION]

R. De façon générale, j'ai parlé du fait qu'étant un négociateur inscrit, nous participions à la demande et à l'offre. On pouvait être un peu plus paresseux en faisant cela parce qu'on obtient la moitié du volume. Une fois qu'on – c'était – Titanium Corp. était un titre inscrit à la cote de CDNX [BC-TSX] et comme il faut être plus agressif. Autrement dit, il faut être, vous savez, à l'intérieur de la fourchette acheteur-vendeur si on veut participer. On ne peut pas être paresseux et ne rien faire. Il faut promouvoir le volume. Il faut faire de la formation du cours et on veut généralement effectuer des ordres à l'intérieur de ces fourchettes ou on n'obtient pas de transactions ou on n'obtient qu'un très petit nombre de transactions. Donc comme vous pouvez voir, j'imagine, par ce tableau de 1 091 fourchettes de marché, cela indique que j'essaie d'être la meilleure demande ou la meilleure offre à un moment quelconque ou 65 % du temps.

Q. Et seulement par souci de clarté, je suis certain que les membres de la formation le savent, mais je veux que cela soit consigné, qu'entendez-vous par meilleure demande?

R. La meilleure demande serait si le marché – je vais donner un exemple parce que c'est un moyen plus facile de le visualiser. Si le marché est de 3,00 \$ à 3,10 \$ et que j'arrive et j'effectue une demande à 3,05 \$, alors je deviens la meilleure demande. Je surpasse la demande de 3,00 \$.

Q. Et pourquoi voulez-vous faire ça?

R. On veut faire ça parce que ça – pour commencer, on veut négocier le titre parce que vous savez c'est la façon dont je gagne ma vie et fondamentalement on veut promouvoir – on appelle cela faire de la formation du cours. On veut, vous savez, faire bouger les choses, attirer du volume sur le titre. Autrement, si la fourchette est grande, le public ou les autres négociateurs professionnels ne sont tout simplement pas intéressés à le négocier. Il faut faire de la formation du cours agressive si on veut négocier et faire de l'argent en le faisant.

¶ 289 M. Nemy a expliqué la signification et l'importance du resserrement de la fourchette dans le processus de formation du cours¹⁵⁹ :

Q. Maintenant, nous avons entendu parler au cours de l'audience de resserrement de la fourchette ou de rétrécissement de la fourchette. Ces expressions vous sont-elles familières?

R. Oui.

Q. Et quelle signification ont-elles pour vous?

¹⁵⁸ Transcription, pages 1284 et 1285.

¹⁵⁹ Transcription, page 1287.

R. Fondamentalement, le marché – vous savez, pas seulement sur Titanium Corp., mais c’est la façon dont le marché fonctionne. Il s’engage dans une série de transactions – pas nécessairement de transactions, mais une série de changements de cours, vous savez, par les professionnels, par le public, qui cherchent à trouver à quel niveau la prochaine transaction va se faire. Donc, en général, les fourchettes tendent à se rétrécir de plus en plus jusqu’à ce que nous trouvions un niveau où nous pouvons recommencer à négocier.

LE PRÉSIDENT : Vous vous engagez dans une série de?

LE TÉMOIN : On s’engage dans une série de changements du cours acheteur et du cours vendeur jusqu’à ce qu’arrive un point où la prochaine transaction serait – les gens seraient disposés à s’engager à nouveau dans des transactions. C’est trouver un niveau où les transactions sur le titre veulent se faire.

LE PRÉSIDENT : Se négocier?

LE TÉMOIN : C’est fondamentalement des transactions – et c’est une très bonne façon de l’exprimer. Les transactions, c’est de la négociation électronique.

¶ 290 M. Nemy a expliqué les raisons pour lesquelles il effectuait des demandes portant sur un petit nombre de lots¹⁶⁰ :

R. Oui. Elles étaient généralement – la plupart de mes demandes portaient sur 100 à 500 actions.

Q. Et pour quelle raison?

R. Vous savez, fondamentalement, parce que, comme vous avez vu, 80 % du temps, je me livre à de la négociation électronique, de la formation du cours. Je fais aussi des transactions à la hausse sur d’autres titres à certains moments donnés. Généralement, je ne vais pas m’exposer en effectuant des demandes de 5 000 actions à moins que le marché ne soit extrêmement actif et que je sache que je peux m’en défaire. Donc, si j’effectue une demande au-dessous du marché pour 5 000 actions et qu’il se présente une offre de 25 000 actions qui comble ma demande et qui devient l’offre, et qui deviendrait l’offre, alors ça veut dire que les chances que je fasse de l’argent sur ces 5 000 actions seraient très ténues. Il faudrait probablement que je m’en défasse à un cours inférieur. Par contre, en effectuant des demandes de 100 actions à 500 actions seulement, c’est presque comme une alerte ou un déclencheur pour me dire que ça paraît – si ça se négocie, ça paraît sur mon appareil de négociation et je peux le voir. Je puis aller voir dans la case et je peux dire : « Vous savez quoi? Cette offre est trop grosse. Je ne veux pas le reste » ou « Vous savez quoi? Il n’y en a que 600 autres. C’est une bonne valeur. Je vais les prendre. » Et alors je bondis. C’est comme être un brochet dans les herbages. Fondamentalement vous ne bougez pas et vous lancez des petites demandes et lorsqu’une bonne transaction se présente vous bondissez et, faut-il espérer, vous bondissez avant l’autre type. C’est pour ça que nous utilisons des alertes. C’est ce que font les négociateurs occupés.

¶ 291 M. Nemy a dit qu’en général, le plus grand volume de négociation sur TIC se produisait durant les 15 premières minutes à peu près et dans les 15 dernières minutes¹⁶¹. Il a appelé cela le [TRADUCTION] « sourire de liquidité » qu’il a décrit ainsi : [TRADUCTION] « Fondamentalement, le volume élevé au commencement de la séance, vers l’heure du midi ça retombe puis dans les cinq, dix, quinze dernières minutes ça reprend à nouveau¹⁶². »

¹⁶⁰ Transcription, pages 1289 et 1290.

¹⁶¹ Transcription, page 1332.

¹⁶² Transcription, page 1332.

¶ 292 En contre-interrogatoire, M. Nemy a dit que la négociation est [TRADUCTION] « dynamique ... Votre décision de négocier se prend à chaque minute¹⁶³. » Il a dit : [TRADUCTION] « Chaque jour est un jour nouveau.¹⁶⁴ » Par exemple, le 28 juillet, M. Nemy a saisi la demande de clôture à 15.59.59.89 portant sur 3 000 actions à 2,42 \$. Le lendemain, le 29 juillet, à l'ouverture, il aurait pu acheter 2 000 actions à ce cours, mais il a plutôt saisi un ordre de vente de 2 000 actions à 2,42 \$ quelques secondes avant l'ouverture, lequel a été exécuté à l'ouverture. L'explication donnée par M. Nemy de la raison pour laquelle il a vendu au lieu d'acheter était que c'était [TRADUCTION] « un jour nouveau¹⁶⁵ » :

Q. C'est votre position à l'ouverture; après avoir clôturé comme acheteur de 3 000 actions à 2,42 \$, vous ouvrez comme vendeur de 2 000 actions à 2,42 \$; est-ce juste?

R. C'est ... c'est un jour nouveau, c'est le contexte du marché dans lequel nous négocions. Oui, c'est ce que je fais.

L'analyse

¶ 293 La défense de M. Nemy contre les allégations de demandes de clôture factices est la suivante : des petites demandes fréquentes pendant toute la séance et pendant les quinze dernières minutes occupées de la séance (le sourire de liquidité) faisaient partie de sa stratégie de baisse du coût moyen de la valeur en recul de TIC. Les meilleures demandes à l'intérieur de la fourchette rétrécissent l'écart entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur dans le contexte du marché et augmentent la liquidité. Toutes ses demandes ont été saisies dans l'intention qu'elles soient acceptées.

¶ 294 Les calculs suivants¹⁶⁶ à partir des dossiers de négociation confirment le succès avec lequel M. Nemy a fait baisser le coût moyen de TIC au cours de la période des faits reprochés. Par suite de ses transactions en mai, le coût moyen par action de M. Nemy est passé de 3,997 \$ le 2 mai à 3,1699 \$ le 31 mai. Sa position d'ouverture le 1^{er} août était de 273 850 actions à un coût moyen de 2,64 \$. Au 9 août, il avait porté sa position à 399 250 actions à un coût moyen de 2,5844 \$. À la fin du mois, sa position avait été ramenée à 312 450 actions au coût moyen de 2,496 \$. À la fin d'octobre, M. Nemy avait abaissé son coût de base à 2,2501 \$.

¶ 295 Le personnel de l'OCRCVM dit qu'en plus des demandes par lesquelles M. Nemy réussissait à faire baisser son coût moyen, 79 demandes de clôture factices n'ont pas été saisies dans un but de formation du cours et de baisse du coût moyen, mais dans le but d'établir un cours de clôture élevé afin d'améliorer la position quotidienne des profits et pertes sur TIC détenue par M. Nemy et les négociateurs du bureau de Burlington.

¶ 296 La formation reconnaît que la baisse du coût moyen est une stratégie de négociation légitime faisant appel à des petites demandes fréquentes qui augmentent le meilleur cours acheteur et rétrécissent la fourchette. Toutefois, des demandes de clôture factices peuvent être dissimulées sous le couvert de schémas similaires de demandes.

¶ 297 L'intention du négociateur saisissant le cours acheteur est la clé qui permet de résoudre l'énigmatique question de savoir si une demande est effectuée *dans le but légitime de faire baisser le coût de base d'un titre ou dans le but illégitime de maintenir sa valeur*.

¶ 298 La formation doit décider, sur le fondement de l'ensemble de la preuve, si l'OCRCVM a prouvé selon la prépondérance des probabilités que M. Nemy a saisi 79 demandes de clôture dans l'intention de maintenir la valeur de TIC.

¶ 299 Ainsi qu'il a été dit auparavant dans les présents motifs, il n'est pas nécessaire que l'OCRCVM prouve chacune des demandes de clôture factices. Le nombre de contraventions prouvées au sous-alinéa b) de l'alinéa (2) de la Règle 2.2 des RUIM importe pour la question des sanctions, non pour la question de la

¹⁶³ Transcription, page 1463.

¹⁶⁴ Transcription, page 1480.

¹⁶⁵ Transcription, page 1482.

¹⁶⁶ Effectués par le membre de la formation Donald Lawson.

responsabilité. Toutefois, l'exposé des allégations, les observations écrites et les plaidoiries de l'OCRCVM allèguent un schéma de demandes de clôture factices à l'égard de TIC.

¶ 300 Le schéma de demandes de clôture factices allégué constitue la question que doit trancher la formation.

¶ 301 M. Nemy a dit qu'il détenait TIC comme un placement à long terme. Il a dit que, pour maintenir un niveau de 1 million de dollars, il a été un acheteur net sauf au mois d'août. Compte tenu des questions traitées ci-dessous, la formation a conclu que le nombre de lots et la tardiveté de la saisie des demandes suivantes par M. Nemy au cours de la période des faits reprochés sont incompatibles avec cette politique.

¶ 302 En mai, les demandes de M. Nemy ont été l'ordre d'achat fixant le cours de clôture (« OAFCC ») 17 des 21 jours de bourse. Seize des 17 demandes portaient sur un petit nombre de lots réguliers (12 portant sur un seul lot régulier, deux sur deux lots réguliers et deux sur cinq lots réguliers). Sept des demandes d'un petit nombre de lots ont été saisies moins d'une minute avant la clôture (les 4, 12, 16, 19, 20, 26 et 27 mai), une moins de deux minutes avant la clôture (le 6 mai) et une moins de trois minutes avant la clôture (le 13 mai).

¶ 303 M. Nemy a aussi saisi un OAFCC le 24 mai portant sur 3 000 actions à moins de quatre secondes de la clôture (15:59:56:63). Si M. Nemy avait l'intention d'acquérir ce plus grand nombre d'actions, pourquoi attendre jusqu'à ce que l'heure de la demande rende très peu probable qu'elle soit satisfaite?

¶ 304 En juin, M. Nemy a fixé le cours acheteur de clôture avec des demandes portant sur un seul lot régulier un jour à moins de 35 secondes de la clôture (le 15 juin), six jours à moins de 20 secondes (les 20, 23, 27, 28, 29 et 30 juin) et trois jours à moins de deux minutes avant la clôture (les 21, 22 et 24 juin). Le 9 juin, il a saisi une demande de clôture portant sur 4 500 actions à 15:59:55:18 et le 16 juin, il a offert 10 000 actions à 15:59:57:43. Ici encore, si M. Nemy voulait réellement acquérir ce grand nombre d'actions, pourquoi aurait-il attendu jusqu'à la dernière fraction de seconde pour effectuer ses demandes?

¶ 305 Juillet est le mois où M. Nemy a saisi le plus grand nombre de demandes portant sur un grand nombre de lots réguliers. Il était en vacances du 4 au 22 juillet. À son retour, il a saisi l'OAFCC chacun des cinq derniers jours de juillet, portant sur 20 lots réguliers ou plus (les 25, 26, 27, 28 et 29 juillet). Tous ces ordres ont été saisis dans les cinq dernières secondes de la séance et aucun n'a abouti à l'achat d'actions de TIC. (M. Holley ajoute : « comme il fallait s'y attendre¹⁶⁷ »). Chacune de ces demandes a entraîné une amélioration du cours acheteur de clôture, variant de 0,01 \$ à 0,05 \$.

¶ 306 Dans les cinq premiers jours d'août, M. Nemy a saisi un OAFCC à moins de quinze secondes de la clôture (le 2 août sur 2 000 actions) et trois OAFCC à moins de cinq secondes de la clôture (le 3 août sur 21 600 actions, le 4 août sur 8 700 actions, le 5 août sur 150 000 actions). Le 25 août, jour où il est revenu à la négociation pour compte propre après avoir négocié TIC pour son compte personnel, M. Nemy a saisi un OAFCC d'un seul lot à 15:58:44:25.

¶ 307 En septembre, M. Nemy a affiché l'OAFCC 18 des 21 jours de bourse. Il n'y a pas eu de demande portant sur un seul lot régulier. Seulement trois des 18 demandes ont abouti à un achat¹⁶⁸. Le tableau 5 énumère 17 demandes comme demandes de clôture factices : six sur 1 000 actions, une sur 500 actions, huit sur 200 actions et deux sur 100 actions. Sur le fondement de la taille et de la tardiveté des demandes saisies dans les mois précédents, la formation conclut selon la prépondérance des probabilités que quatre de ces demandes étaient des demandes de clôture factices, à savoir :

- une demande de 200 actions saisie le 2 septembre à 15:58:19:05;
- une demande de 1 000 actions saisie le 6 septembre à 15:59:26:70;
- une demande de 200 actions saisie le 27 septembre à 15:59:23:2;
- une demande de 200 actions saisie le 30 septembre à 15:58:29:63.

¹⁶⁷ Rapport Holley, paragraphe 55.

¹⁶⁸ Rapport Holley, paragraphes 76 à 82.

¶ 308 En octobre sur les 20 jours de bourse, l'OCRCVM allègue que M. Nemy a affiché 18 OAFCC : deux sur 1 000 actions, un sur 500 actions, deux sur 200 actions et 13 sur 100 actions. La formation déduit que deux demandes de 100 actions affichées à moins d'une seconde de la clôture étaient des demandes de clôture factices (le 7 octobre à 15:59:59:95 et le 18 octobre à 15:59:28:70).

¶ 309 Au total, les demandes de clôture factices au cours de la période des faits reprochés se chiffrent à 39.

¶ 310 Si M. Nemy avait eu l'intention d'acquérir des actions, il aurait cessé de saisir des ordres sans exécution si près de la fin de la séance, particulièrement les ordres portant sur un grand nombre de lots réguliers. Quoi qu'il en soit, même si les ordres portant sur un petit nombre de lots réguliers avaient été exécutés, ils n'auraient eu aucun effet du point de vue de sa stratégie de baisse du coût moyen de sa position.

¶ 311 La formation accepte l'opinion de M. Holley que les demandes portant sur un petit nombre de lots réguliers en fin de séance ne constituent pas un moyen efficace de formation du cours et qu'elles ont une faible probabilité d'exécution¹⁶⁹. M. Cooper a convenu que, si un négociateur ne veut pas acheter un titre, il effectuerait une petite demande¹⁷⁰. Il est donc raisonnable de conclure que le schéma de demandes si près de la fin de la séance est incompatible avec l'intention d'acquérir les actions.

¶ 312 Invariablement, les demandes de clôture augmentaient le propre cours acheteur antérieur de M. Nemy et rétrécissaient la fourchette beaucoup plus que ce qu'on voyait ordinairement sur le marché de TIC pendant le reste de la séance.

¶ 313 M. Nemy avait une incitation financière (c'est-à-dire un mobile) pour maintenir ou soutenir le cours acheteur de clôture de TIC, ce qui minimisait l'impact financier sur la rémunération de la valeur en recul de TIC. Cela est corroboré par la preuve relative aux actions de TIC détenues par M. Nemy personnellement et dans ses stocks pour compte propre, aux actions du bureau de Burlington et aux détails de la perte mensuelle réalisée et non réalisée sur la valeur de TIC analysée auparavant.

La décision concernant M. Nemy

¶ 314 L'illiquidité relative de TIC et le schéma des 39 des 79 présumés offres de clôture artificielle de M. Nemy détaillées ci-dessous au paragraphe [316] (ordres portant sur un petit nombre de lots réguliers saisis dans les dernières secondes de la séance ou sur un grand nombre de lots réguliers saisis dans la dernière cinq seconde de la séance détaillées ci-dessous au paragraphes [302]-[306]), qui ont tous augmenté le meilleur cours acheteur, ont entraîné une faible probabilité d'exécution. Ces schémas joints au mobile incontestable de M. Nemy pour maintenir la valeur des actions de TIC et les autres facteurs mentionnés ci-dessus enlèvent toute plausibilité à l'explication donnée par M. Nemy selon laquelle la saisie de demandes se faisait à la minute la minute et au jour le jour dans l'intention qu'elles soient acceptées en vue de la formation du cours et de la baisse de son coût moyen de TIC. La formation n'accepte pas cette explication.

¶ 315 Le doute jeté sur la crédibilité de M. Nemy par l'analyse qui précède des messages instantanés du 31 août et le témoignage contradictoire de M. Nemy concernant la raison du retrait des quatre demandes viennent ajouter à son manque de crédibilité.

¶ 316 La formation conclut que M. Nemy a saisi 39 demandes de clôture factices dans l'intention illégitime de maintenir la valeur de TIC aux dates suivantes indiquées dans le tableau 5 :

les 4, 6, 12, 13, 16, 19, 20, 24, 26 et 27 mai (total 10);

les 9, 15, 16, 20, 21, 22, 23, 24, 27, 28, 29 et 30 juin (total 12);

les 25, 26, 27, 28 et 29 juillet (total 5);

les 2, 3, 4, 5 et 25 août (total 5);

les 2, 6, 27 et 30 septembre (total 4);

¹⁶⁹ Transcription Holley, pages 1028 et 1029.

¹⁷⁰ Transcription Cooper, page 2882.

les 17, 18 et 24 octobre (total 3).

Les demandes découvertes et les demandes non tardives

¶ 317 La stratégie de formation du cours et de baisse du coût moyen de TIC adoptée par M. Nemy l'obligeait à suivre TIC durant toute la séance. Par conséquent, M. Nemy pouvait voir rapidement n'importe laquelle de ses demandes qui étaient découvertes. (Neuf des demandes de clôture factices sont des demandes découvertes.) L'avocat de l'OCRCVM dit que de laisser ces demandes en place faisait partie du schéma de fixation des cours acheteur de clôture du fait que, si le prix découvert était satisfaisant, il n'y avait pas besoin d'intervenir sur le marché.

¶ 318 L'avocat dit que les demandes saisies à un moment quelconque avant la saisie des demandes jugées factices n'échappent pas à la théorie de l'OCRCVM relative à la fixation du cours acheteur de clôture. En effet, si le cours de la demande antérieure restait satisfaisant pendant toute la séance, il n'y avait pas besoin de revenir sur le marché pour saisir une demande ou la retirer.

¶ 319 Cette théorie élargie de la fixation du cours acheteur de clôture avancée par l'OCRCVM n'est pas dépourvue de valeur logique. Toutefois, ces demandes effectuées plus tôt sont exposées aux forces du marché. Sans un complément de preuve, la formation n'est pas disposée à déduire que les demandes découvertes et les demandes saisies plus tôt que les demandes de clôture factices constituent des demandes de clôture factices.

PARTIE X

LES ALLÉGATIONS À L'ENCONTRE DE M. POULSTRUP

¶ 320 L'OCRCVM allègue qu'au cours de la période des faits reprochés, M. Poulstrup a saisi 27 demandes de clôture factices sur TIC et deux sur CAN.

La décision

¶ 321 La formation conclut que M. Poulstrup a saisi 14 demandes de clôture factices sur TIC les 4, 5, 6, 7, 8, 11, 12, 14, 15, 18, 19, 20 et 21 juillet et le 9 août.

¶ 322 Malgré les observations de l'avocat du personnel de l'OCRCVM et la preuve, la formation ne conclut pas que les deux demandes sur CAN étaient des demandes de clôture factices.

Le contexte

¶ 323 M. Poulstrup a commencé à travailler dans le secteur des valeurs mobilières en 1996, occupant divers emplois. Il s'est joint à VMTDI le 11 décembre 2003 au sein du groupe recruté par VMTDI avec M. Nemy. Auparavant, il avait été négociateur inscrit et négociateur pour compte propre à la sous-succursale de Burlington de Canaccord pendant environ un an et demi. M. Poulstrup a travaillé au siège social de Toronto de VMTDI environ quatre mois, de décembre 2003 à mars 2004, puis est passé au bureau de Burlington où il a travaillé comme négociateur pour compte propre et négociateur inscrit avec certains titres sous sa responsabilité environ cinq ans jusqu'en septembre 2008, au moment de la fermeture de la sous-succursale de Burlington. M. Poulstrup a été un négociateur performant pendant la période des faits reprochés. Pour les douze mois terminés en octobre 2005, il a gagné 473 642 \$ de profits bruts.

¶ 324 M. Poulstrup et M. Nemy avaient accès à la négociation électronique sur la BC-TSX sur TIC. Les autres négociateurs du bureau de Burlington n'avaient pas cet accès. Les négociateurs sans accès à la BC-TSX demandaient à MM. Nemy ou Poulstrup de passer des ordres pour eux. M. Poulstrup a dit qu'il s'effaçait devant M. Nemy parce que celui-ci [TRADUCTION] « aimait être le seul professionnel, ou l'un des seuls professionnels à négocier ce titre. Aussi, pour ne pas encombrer son territoire, je négociais moins¹⁷¹. »

¶ 325 Les négociateurs du bureau de Burlington ayant des positions sur TIC, pour des raisons qui ne sont pas claires, semblent avoir accepté un mécanisme de détermination du cours selon lequel les actions étaient attribuées à la fin de la séance à un cours moyen, sans tenir compte du fait qu'ils avaient pu passer l'ordre à un

¹⁷¹ Transcription, page 1691.

cours déterminé pendant la séance. Le témoignage de M. Poulstrup n'était pas clair relativement aux conditions dans lesquelles un ordre pouvait être identifié comme passé pour le compte d'un autre négociateur ou pour son propre compte, bien qu'il ait donné à entendre que les ordres aboutissant à des transactions qui se retrouvaient dans son compte étaient ses ordres; il a aussi reconnu que tous les ordres saisis sous son identificateur de négociateur ont été saisis par lui.

Les ordres fixant le cours acheteur de clôture sur TIC

¶ 326 M. Nemy était en vacances les 15 jours de bourse du 4 au 22 juillet. Au cours de cette période, M. Poulstrup a agi comme le remplaçant de M. Nemy pour la négociation sur TIC. MM. Nemy et Poulstrup ont échangé des messages par courriel au sujet de TIC les 13, 18, 19 et 20 juillet¹⁷². Pendant l'absence de M. Nemy, M. Poulstrup a fixé le cours acheteur de clôture 14 jours, soit 13 demandes d'un seul lot régulier et une demande le 22 juillet de 1 200 actions.

¶ 327 En ce qui concerne la demande du 22 juillet, les rapports sur le marché annotés relatifs à TIC montrent que M. Poulstrup effectuait des demandes et achetait au niveau du cours du marché ce jour-là. La formation conclut que cette demande, à moins de 51 secondes de la clôture, n'était pas une demande de clôture factice.

¶ 328 Étant donné la fréquence avec laquelle M. Poulstrup a fixé le cours acheteur de clôture en juillet avec des demandes d'un seul lot régulier (13 jours sur 15), il est manifeste que c'était intentionnel. Compte tenu du petit nombre d'actions de TIC qu'il détenait, ces demandes ont eu un impact négligeable sur le profit ou la perte non réalisé quotidien de M. Poulstrup.

¶ 329 M. Poulstrup dit que toutes ces demandes visaient à annoncer l'intérêt soutenu de lui-même ou d'autres négociateurs à l'égard de TIC et ont été effectuées dans l'intention qu'elles soient acceptées.

¶ 330 Dans l'analyse des demandes de clôture factices de M. Nemy, la formation s'est concentrée sur la taille et sur la grande tardiveté de 39 de ses demandes et a conclu à la faible probabilité d'exécution. Dans le cas de M. Poulstrup, toutes ses demandes sauf une (le 22 juillet à 15.59.08.67) portaient sur un seul lot régulier et ont été saisies plusieurs minutes avant la clôture (allant de 15.09.59.40 à 15.57.39.60). Par conséquent, fait défaut l'élément du schéma temporel qui permettrait à la formation de déduire que les 13 demandes ont été saisies dans le but illégitime de maintenir la valeur de TIC.

¶ 331 Toutefois, le témoignage de M. Nott établit clairement que le maintien du cours de TIC était le but précis des demandes effectuées par M. Poulstrup pendant que M. Nemy était absent du bureau. Voici ce qu'a dit M. Nott¹⁷³ :

[TRADUCTION]

Souvent, comme je le disais plus tôt, j'étais la liaison entre le bureau de Toronto et le bureau de Burlington pour la seule raison que j'étais considéré comme l'un des gars du bureau de Burlington. Donc souvent, vous savez, Rob Dingwall ou M. Tucker – quand Rob Nemy était absent du bureau, ils me disaient toujours, « Oh, assurez-vous que Jake s'occupe de TIC », vous savez, et j'étais réellement occupé, comme je disais. Et je répondais quelque chose comme « Pourquoi vous ne l'appellez pas, vous? » n'est-ce pas? Et alors, vous savez, je l'appelais et lui disais « Jake », et il disait « oui, oui, oui. Ne vous faites pas de souci. Vous savez, je le surveille ». Il effectuait la demande, il maintenait le cours acheteur comme ce qui était indiqué et, vous savez, il y avait plein de types dans ce bureau qui avaient une position acheteur sur TIC, pas seulement Rob Dingwall, pas seulement M. Tucker. Il y avait de nombreuses personnes. Ils avaient tout un stock en position acheteur. Tous ils – tous dans le bureau surveillaient ce titre comme un aigle.

¹⁷² Pièce 3, onglets 39, 40, 41, 42, 43 et 45.

¹⁷³ Transcription, page 3654, lignes 1 à 19.

Et plus loin¹⁷⁴ :

[TRADUCTION]

Donc, quand j'appelais Jake [M. Poulstrup], je lui disais, vous savez, « Occupez-vous de TIC », et il effectuait une demande pour maintenir le cours acheteur. Vous savez, je ne pense pas que Jake ou moi-même ayons jamais considéré que cela était constitutif de clôture à la hausse. Ça n'était que du maintien de cours. Vous savez, la salle poussait des acclamations. « Sensationnel », vous savez, « bravo », vous savez « ils ont réussi ».

¶ 332 M. Nott n'a pas été contre-interrogé. On n'a pas présenté de preuve pour le contredire. Son témoignage n'est vicié par aucun motif intéressé. La formation accepte le témoignage de M. Nott comme crédible.

¶ 333 L'affirmation de M. Nott que les demandes dans le contexte du marché visant à maintenir le cours du titre étaient une pratique acceptée et n'étaient pas considérées comme constitutives de clôture à la hausse est conforme à d'autres éléments de preuve¹⁷⁵.

¶ 334 M. Nemy a dit à maintes reprises que ses demandes étaient faites dans le contexte du marché. M. Cooper, chef de la conformité chez VMTDI, a effectué un examen rétrospectif minutieux des transactions de M. Nemy sur TIC et s'est déclaré convaincu qu'il n'y avait rien de répréhensible dans les demandes de M. Nemy. M. Boddie a examiné chaque demande de TIC effectuée par MM. Nemy et Poulstrup. Il a témoigné que chaque demande de clôture était compatible avec le cours du marché au moment de la demande et ne constituait donc pas une demande de clôture factice. M. Dingwall n'a trouvé rien à redire aux demandes sur TIC par M. Nemy.

¶ 335 L'analyse des demandes exposée dans les présents motifs clôt un chapitre sur la pratique des demandes dans le contexte du marché en vue de maintenir la valeur d'un titre et ouvre un nouveau chapitre sur les demandes conformément à l'offre et à la demande réelles du marché.

¶ 336 M. Poulstrup a saisi des demandes d'un seul lot le 10 juin à 15:51:15:60, le 13 juin à 15:35:31:29, le 14 juin à 15:44:41:17 et le 26 août à 15:45:59:65 et une demande de 200 actions le 29 août à 15:43:33:12. Les rapports sur le marché annotés indiquent que M. Nemy a fait de la négociation à ces dates. Compte tenu du moment où ces demandes ont été saisies et du fait que M. Nemy n'était pas absent du marché, la formation n'est pas disposée à déduire que ces demandes étaient des demandes de clôture factices.

¶ 337 M. Poulstrup a saisi des demandes de clôture sur TIC les jours suivants pendant la période en août où M. Nemy négociait pour son compte personnel sur TIC : le 15 août à 15:46:35:08 (100 actions), le 19 août à 15:50:07:97 (300 actions) et le 24 août à 15:02:48:03 (300 actions). Bien que M. Nemy ne se soit pas livré à la négociation pour compte propre sur TIC à ces dates, il était présent au bureau de Burlington négociant TIC pour son compte personnel. Compte tenu de l'heure de saisie (plusieurs minutes avant la clôture) et de l'activité du marché sur TIC autour de l'heure de saisie de ces demandes, la formation ne déduit pas que ces demandes sont des demandes de clôture factices.

¶ 338 La formation conclut que la demande saisie le 9 août par M. Poulstrup à 15:58:57:86 (500 actions) est une demande de clôture factice.

¶ 339 Le personnel de l'OCRCVM allègue que M. Poulstrup a saisi des demandes de clôture factices le 10 mai (15:35:53:67), le 17 mai (15:56:26:00), le 18 mai (15:57:17:42), le 25 mai (14:40:12:81), le 10 juin (15:51:15:60), le 13 juin (15:35:31:29) et le 14 juin (15:44:41:17). La formation ne déduit pas que ces demandes sont des demandes de clôture factices.

La décision concernant TIC

¶ 340 M. Poulstrup a saisi 14 demandes de clôture dans l'intention illégitime de maintenir la valeur de TIC les 4, 5, 6, 7, 8, 11, 12, 14, 15, 18, 19, 20 et 21 juillet et le 9 août ainsi qu'il est indiqué au tableau 5 de l'exposé

¹⁷⁴ Transcription, page 3654, lignes 20 à 25.

¹⁷⁵ Par exemple, voir aux paragraphes [458] à [464], L'ANALYSE D'OCTOBRE 2005.

des allégations.

Les ordres fixant le cours acheteur de clôture sur CAN

¶ 341 M. Poulstrup a saisi deux demandes de clôture sur CAN pour M. Kaplan au moment où celui-ci ne pouvait effectuer les demandes pour lui-même, la première le 20 juillet et la deuxième le 29 juillet. La preuve et les observations du personnel de l'OCRCVM ne persuadent pas la formation que c'étaient des demandes de clôture factices.

PARTIE XI

LES ALLÉGATIONS À L'ENCONTRE DE M. KAPLAN

¶ 342 Le tableau 2 de l'exposé des allégations expose 57 demandes de clôture factices dans CAN. Il est aussi allégué que M. Kaplan a saisi quatre demandes de clôture factices sur CDF.A et une sur PEC.

La décision

¶ 343 La formation conclut que M. Kaplan a saisi 19 demandes de clôture factices aux dates suivantes exposées dans le tableau 2 de l'exposé des allégations, à savoir huit demandes à moins de deux minutes de la clôture les 12, 17 et 31 mai, le 13 juillet, les 29, 30 et 31 août et le 13 octobre, plus 11 demandes à moins d'une minute de la clôture les 14, 16, 17, 20 et 28 juin, les 8, 11, 12, 14 et 21 juillet, et les 6 et 14 septembre **(les demandes tardives sur CAN)**.

¶ 344 En outre, M. Kaplan a saisi 18 demandes de clôture factices plus tôt dans la séance aux dates suivantes énumérées dans le tableau 2 de l'exposé des allégations : les 13, 20 et 26 mai, les 1^{er}, 2, 3, 6, 8, 22 et 23 juin, le 22 juillet, les 9, 11 et 24 août, les 1^{er} et 13 septembre, ainsi que les 11 et 25 octobre **(les demandes non tardives sur CAN)**.

¶ 345 La preuve et les observations de l'OCRCVM tendant à établir que les quatre demandes sur CDF.A et la demande unique sur PEC ont été saisies pour aider M. Nott à fixer le cours acheteur de clôture ne persuadent pas la formation que c'étaient des demandes de clôture factices.

Le contexte

¶ 346 M. Kaplan a commencé à travailler dans le secteur des valeurs mobilières en 1998. Il a été négociateur inscrit et négociateur pour compte propre au bureau de Burlington de Canaccord dix-sept mois avant de se joindre à VMTDI le 9 mai 2005, où il a exercé les mêmes fonctions de négociateur. Il a travaillé au bureau de Burlington jusqu'à septembre 2008, à la fermeture de ce bureau. Il n'a pu se trouver un travail qu'en novembre 2009, au moment où il s'est joint à une autre société ontarienne comme négociateur pour compte propre.

¶ 347 M. Kaplan a été un négociateur rentable au bureau de Burlington, négociant activement de 15 à 25 titres au cours d'un mois. Pendant les sept mois terminés le 31 décembre 2005, il a gagné 276 396 \$ de profits bruts.

¶ 348 CAN était une petite société d'exploration aurifère dont les territoires d'exploration étaient situés au Canada. CAN.H se négociait sur le NEX Marketplace jusqu'au 27 mai 2005, date à laquelle le titre a migré à la BC-TSX et son symbole est devenu CAN. Le symbole CAN sera employé dans la présente analyse. L'unité de négociation standard de CAN était 500 actions.

Le témoignage de M. Kaplan au sujet de CAN

¶ 349 Peu de temps après son arrivée chez VMTDI en mai 2005, M. Kaplan s'est intéressé à accumuler une position de stocks sur CAN. M. Kaplan a dit que M. Nott s'intéressait également à CAN et à l'accumulation du titre avec lui. M. Nott travaillait au bureau de Toronto de VMTDI et devait exécuter des ordres pour compte de tiers toute la journée de sorte qu'il ne pouvait pas toujours surveiller le marché de CAN. L'une des raisons de la coopération avec M. Nott était que M. Kaplan pouvait surveiller le titre plus facilement que M. Nott. Aussi, M. Kaplan et M. Nott communiquaient par message instantané et par téléphone au sujet de CAN de façon régulière. M. Kaplan a dit que leurs communications portaient sur plusieurs titres, pas seulement CAN.

¶ 350 M. Kaplan a dit que lui et M. Nott comptaient chacun accumuler des montants à peu près égaux de CAN

et que ni l'un ni l'autre ne voulait employer des montants de capital disproportionnés par rapport à l'autre dans l'accumulation de CAN¹⁷⁶. Son plan visait à accumuler jusqu'à 250 000 actions¹⁷⁷. Il a dit que M. Nott avait un objectif d'accumulation similaire. Donc, un jour donné, lorsque M. Kaplan estimait qu'il avait engagé suffisamment de capital, il invitait M. Nott par message instantané à effectuer des demandes proportionnelles¹⁷⁸. M. Kaplan a dit que, de temps à autre, ils n'étaient pas d'accord sur l'achat de CAN¹⁷⁹.

¶ 351 Le relevé suivant de leurs positions à la fin de chaque mois de mai à octobre présente le nombre d'actions de CAN accumulées par MM. Kaplan et Nott :

	M. Kaplan	M. Nott
mai	73 500	85 000
juin	131 500	114 000
juillet	157 500	127 000
août	163 500	131 500
septembre	166 000	147 000
octobre	204 000	166 000

¶ 352 M. Kaplan a dit qu'afin d'éviter d'effectuer des opérations fictives ou de contrevenir aux règles de priorité aux clients des RUM, ils se faisaient savoir l'un à l'autre à quel moment ils négociaient CAN ou à quel moment M. Nott représentait des ordres clients. Chacun d'eux à son tour effectuait des demandes sur CAN et négociait CAN. Lorsque l'un d'eux était absent du bureau, l'autre agissait comme négociateur remplaçant¹⁸⁰.

¶ 353 M. Kaplan a dit qu'il avait l'impression que CAN générait plus d'intérêt sur le marché vers la fin de la séance qu'à l'ouverture et que, par conséquent, il saisissait souvent des demandes près de la fin de la séance. Il a dit qu'on pourrait appeler cela un [TRADUCTION] « petit sourire de liquidité », variante du « sourire de liquidité »¹⁸¹. Il a dit que ses demandes portaient sur de petites quantités de titres afin de sonder l'intérêt relatif à la vente et qu'il saisissait des demandes à divers cours pour découvrir le niveau de cours le moins cher en vue d'accumuler des actions¹⁸². Il a dit que, pour accumuler un titre, il fallait employer la formation du cours. Il fallait être le meilleur cours acheteur dans le contexte du marché¹⁸³, puis le faire passer par des hausses ordonnées à un niveau où quelqu'un allait réellement vendre le titre¹⁸⁴.

¶ 354 M. Kaplan prévoyait que, lorsque CAN sortirait du stade préliminaire de son développement, acquerrait des terrains et de façon générale mettrait en œuvre son plan d'entreprise, le cours du titre monterait. Il pourrait alors vendre son stock de CAN en réponse à l'intérêt relatif à l'achat qui, selon ce qu'il prévoyait, allait se développer pour CAN à un stade plus avancé de maturité¹⁸⁵. Toutefois, l'intérêt relatif à l'achat qu'il avait prévu ne s'est jamais matérialisé. En octobre 2005, M. Kaplan était très déçu du fait que CAN n'avait pas réussi à susciter un intérêt relatif à l'achat, même après le début de la mise en œuvre son plan d'entreprise¹⁸⁶.

L'analyse

¶ 355 La défense de M. Kaplan contre l'allégation de demandes de clôture factices est la suivante : M. Nott et lui comptaient accumuler chacun environ 250 000 actions de CAN. Ils se feraient savoir par messages

¹⁷⁶ Transcription, page 1740.

¹⁷⁷ Transcription, page 1729.

¹⁷⁸ Transcription, page 1763.

¹⁷⁹ Transcription, page 1852.

¹⁸⁰ Jouer le rôle de remplaçant est une fonction acceptée du négociateur pour compte propre : transcription Holley, page 996.

¹⁸¹ Transcription, page 1732.

¹⁸² Transcription, page 1743.

¹⁸³ Transcription, page 1735.

¹⁸⁴ Transcription, page 1733.

¹⁸⁵ Transcription, pages 1717 et 1718.

¹⁸⁶ Transcription, page 1733.

instantanés et par appels téléphoniques à quels moments ils négociaient CAN ou à quels moments M. Nott représentait des ordres clients. Chacun d'eux à son tour effectuait des demandes sur CAN et négociait CAN. M. Kaplan se livrait régulièrement à la formation du cours dans le but premier d'accumuler des actions. Ses demandes portaient sur de petites quantités de titres, pour sonder l'intérêt relatif à la vente. Il saisissait souvent des demandes vers la fin de la séance, au moment où il y avait un intérêt plus grand sur le marché. Il a dit que les décisions de négociation se prenaient [TRADUCTION] « seconde par seconde¹⁸⁷ ».

¶ 356 La défense de M. Kaplan est essentiellement la même que la défense présentée par M. Nemy, sauf que les demandes en vue de la formation du cours par M. Nemy visaient un but différent (baisse du coût moyen de TIC). Dans le cas de M. Nemy, la formation a conclu que l'extrême tardiveté de saisie des demandes et la taille de ses demandes constituaient un facteur capital pour déduire que 39 des demandes de M. Nemy étaient factices. La formation n'était pas disposée à faire la même déduction à l'égard des demandes saisies plus tôt dans la séance.

Les demandes tardives sur CAN effectuées par M. Kaplan

¶ 357 M. Kaplan a saisi huit ordres d'achat tardifs sur CAN à moins de deux minutes de la clôture les 12, 17*, et 31* mai, le 13 juillet, les 29, 30 et 31 août, et le 13 octobre, ainsi que 11 demandes à moins d'une minute de la clôture les 14, 16, 17*, 20 et 28 juin, les 8, 11, 12*, 14 et 21 juillet et le 14 septembre, soit un total de 19 demandes tardives sur CAN, qui sont toutes devenues l'ordre fixant le cours acheteur de clôture. (Aux quatre dates indiquées par un astérisque, la demande portait sur 1 000 actions. Les 13 autres demandes portaient sur 500 actions.)

¶ 358 Les demandes d'un petit nombre de lots réguliers en fin de séance ne sont pas un moyen efficace de formation du cours et ont une faible probabilité d'exécution¹⁸⁸. Compte tenu de l'illiquidité de CAN (voir ci-dessous), la probabilité d'une réponse à ces demandes tardives était pratiquement nulle. En outre, les demandes d'un seul ou de deux lots réguliers sont incompatibles avec l'accumulation d'une grande quantité d'actions.

¶ 359 Chacune des 19 demandes tardives sur CAN a entraîné une augmentation du cours de clôture. À cause de la petite taille des demandes tardives sur CAN, le coût supporté par M. Kaplan aurait été inférieur à 40 \$ par transaction. Par contre, chaque diminution d'un cent du cours acheteur de clôture réduisait la valeur de CAN de plus de mille dollars selon le nombre d'actions détenues à ce moment-là.

¶ 360 Le mobile de M. Kaplan pour maintenir le cours de CAN est établi par ses plaintes au sujet de la perte qu'il subissait à mesure que le cours de CAN tombait. Par exemple, M. Kaplan s'est plaint amèrement d'une baisse de deux cents, de 33 à 31 cents, au cours de la dernière seconde de la séance le 14 octobre parce que cela lui coûtait 5 000 \$¹⁸⁹.

¶ 361 Sur le fondement des considérations qui précèdent, la formation n'accepte pas le témoignage de M. Kaplan portant que les 19 demandes tardives sur CAN étaient partie intégrante de la formation du cours et de son plan d'accumuler un grand nombre de titres. La formation conclut que les 19 demandes tardives sur CAN ont été saisies dans le but de maintenir le cours de CAN. Le témoignage de M. Nott (voir ci-dessous) confirme cette conclusion.

Les demandes non tardives sur CAN

¶ 362 M. Kaplan a saisi 38 demandes non tardives sur CAN à des heures comprises entre 14.19.10.29 et 15.56.25.86 qui sont devenues le cours acheteur de clôture. L'une de ces demandes portait sur 1 000 actions (le 21 juin). Les 37 autres demandes portaient sur un seul lot régulier.

¶ 363 La formation doit décider, sur le fondement de l'ensemble de la preuve, si, au moment où M. Kaplan a saisi ces demandes non tardives sur CAN, il avait pour but de maintenir le cours de CAN.

¹⁸⁷ Transcription, page 2019.

¹⁸⁸ Transcription Holley, pages 1028 et 1029.

¹⁸⁹ Transcription Kaplan, page 2027.

¶ 364 Le personnel de l'OCRCVM allègue que M. Nemy a saisi 79 demandes de clôture factices. La formation a conclu que 39 de ces demandes étaient factices. La formation a dit que, sans un complément de preuve, elle n'était pas disposée à déduire que les 40 demandes que M. Nemy a saisies plus tôt que les 39 demandes de clôture factices étaient aussi des demandes de clôture factices.

¶ 365 Il faut encore examiner d'autres questions et d'autres éléments de preuve au sujet de CAN et de M. Kaplan : (i) l'illiquidité de CAN, (ii) le schéma des demandes non tardives sur CAN et (iii) la crédibilité de M. Kaplan.

(i) *L'illiquidité de CAN*

¶ 366 M. Kaplan a témoigné que CAN avait un marché étroit¹⁹⁰. Il a dit que, le 25 juillet, CAN ne s'était pas négocié depuis cinq jours¹⁹¹. M. Kaplan a dit qu'il ne s'était pas manifesté d'intérêt relatif à l'achat¹⁹². M. Dingwall a dit que le marché sur CAN était illiquide¹⁹³. Il a convenu qu'un titre illiquide est appelé illiquide parce qu'il se négocie rarement¹⁹⁴.

¶ 367 M. Dingwall a dit que les titres illiquides ont un potentiel élevé de manipulation¹⁹⁵ parce qu'en général, il y a moins d'offres et de demandes dans le registre¹⁹⁶.

(ii) *Le schéma des demandes non tardives sur CAN*

¶ 368 À eux deux, MM. Kaplan et Nott ont saisi 81 demandes non tardives sur CAN qui sont devenues le cours acheteur de clôture¹⁹⁷. (M. Kaplan a saisi 38 demandes non tardives sur CAN; M. Nott en a saisi 43.) La fréquence des demandes non tardives sur CAN indique que le but ou l'intention de ces demandes était d'établir le cours acheteur de clôture.

¶ 369 CAN était un titre illiquide – comme l'a dit M. Dingwall, un titre qui se négocie rarement. Le personnel de l'OCRCVM dit que cette illiquidité ouvre la voie à l'établissement du cours acheteur de clôture parce que MM. Kaplan et Nott savaient qu'il y avait une bonne probabilité qu'une demande non tardive sur CAN se retrouve comme cours acheteur de clôture, mais s'il intervenait une transaction par la suite, il était possible de saisir une demande subséquente correctrice. On cite plusieurs cas dans les observations écrites du personnel de l'OCRCVM où, après qu'une demande a été exécutée passivement, MM. Kaplan ou Nott ont saisi une demande qui établissait le cours acheteur de clôture¹⁹⁸.

(iii) *La crédibilité de M. Kaplan*

¶ 370 Le témoignage de M. Nott au sujet des demandes saisies pour maintenir la valeur de TIC embrassait les 43 demandes non tardives saisies sur CAN¹⁹⁹ :

[TRADUCTION]

Je veux dire, j'ai fait ça sur mes propres titres, mais pas pour les faire clôturer à la hausse ou pour leur faire quelque chose d'autre, mais juste pour les maintenir.

¶ 371 Cela pose une question de crédibilité au sujet du témoignage de M. Kaplan. Celui-ci a maintenu résolument que toutes ses demandes avaient pour but la formation du cours et l'achat d'actions de CAN. Il a nié que des demandes aient été saisies dans le but de maintenir le cours de CAN.

¹⁹⁰ Cela est confirmé par la pièce 40, [TRADUCTION] Graphique du titre CAN pour mai-octobre 2005.

¹⁹¹ Transcription, page 1981.

¹⁹² Transcription, page 1734.

¹⁹³ Transcription, page 2013.

¹⁹⁴ Transcription, page 2328.

¹⁹⁵ Transcription, page 2324.

¹⁹⁶ Transcription, page 2323.

¹⁹⁷ M. Nott a saisi 43 demandes non tardives dont l'heure de saisie allait de 08.14.36.55 à 15.57.44.65. Une demande portait sur 1 500 actions, douze portaient sur 1 000 actions et trente portaient sur 500 actions.

¹⁹⁸ Paragraphe 111.

¹⁹⁹ Transcription, page 3655, lignes 1 à 3.

¶ 372 Il est important de noter que les rapports entre MM. Kaplan et Nott étaient de longue date et très étroits. M. Kaplan a commencé à travailler avec M. Nott comme négociateurs principaux de titres d'emprunt au pupitre institutionnel chez Canaccord Capital en 2000. M. Kaplan a dit que les rapports étroits qui existaient chez Canaccord Capital se sont poursuivis chez VMTDI²⁰⁰ :

[TRADUCTION]

Q. Et où M. Nott était-il assis par rapport à vous au pupitre institutionnel chez Canaccord?

R. M. Nott était assis juste à côté de moi.

Q. Comment interagissiez-vous avec M. Nott à l'époque?

R. Nous interagissions toute la journée au sujet des titres que nous négocions, quelles étaient nos impressions sur le marché, quelles positions nous avions réellement, quels titres avaient l'air de bien aller, quels titres avaient l'air de mal aller, s'il y avait un intérêt particulier relatif à l'achat de titres sur lesquels nous avions une position acheteur ou vendeur. Fondamentalement, nous échangeons sur nos stratégies de négociation pendant toute la journée, toute la journée.

Q. Et lorsque vous êtes passé chez VMTDI, avez-vous continué à communiquer avec M. Nott?

R. Oui, j'ai continué.

Q. Et comment le faisiez-vous?

R. Par les messages instantanés et par le téléphone. Les messages instantanés nous permettaient d'avoir la même sorte d'atmosphère que celle que M. Nott et moi avions chez Canaccord Capital, c'était comme s'il avait été assis juste à côté de moi. Ils transmettaient nos pensées dans la seconde et nous nous en servions comme d'un outil pour nos stratégies de négociation pendant toute la journée.

Q. M. Nott était au pupitre de négociation chez VMTDI au centre-ville pendant que vous étiez à Burlington?

R. Oui.

M. NORRIS : Alors, est-ce que c'est au moment où vous étiez tous les deux chez TD ou au moment où vous étiez chez Canaccord et il était chez VMTDI?

LE TÉMOIN : Lorsque nous étions tous les deux chez TD.

Le témoignage de M. Kaplan

¶ 373 M. Kaplan a été contre-interrogé laborieusement sur presque tous les messages instantanés et toutes les conversations téléphoniques et sur de nombreuses transactions. À certains moments, son témoignage était illogique ou ne se tenait pas. Il y avait des contradictions et des incohérences. Une explication complète du fondement de ces conclusions serait trop longue et inutile. Quelques exemples suffiront.

¶ 374 Le 18 mai, il y a un échange de messages au cours duquel M. Kaplan écrit à M. Nott [TRADUCTION] « À votre tour sur CAN », suivi de [TRADUCTION] « CAN, votre demande ». La transcription dit ensuite²⁰¹ :

[TRADUCTION]

Q. Et bien sûr, M. Kaplan, si on regarde ces messages instantanés après que vous dites « À votre tour sur CAN », vous dites, « CAN, votre demande », mais vous n'employez

²⁰⁰ Transcription, pages 1726 et 1727.

²⁰¹ Transcription, page 1911.

pas la formulation « À votre tour d'acheter CAN », est-ce exact?

R. Sûrement. On peut les employer de façon interchangeable. « Demande » et « achat », c'est fondamentalement la même chose, de mon point de vue.

¶ 375 Les mots « demande » et « achat » ont des significations précises et ne s'emploient pas de façon interchangeable. L'explication contradictoire de M. Kaplan, selon laquelle « de son point de vue » les mots désignent fondamentalement la même chose, est une tentative de réfuter la déduction qu'il dit à M. Nott que c'est à son tour de fixer le cours acheteur.

¶ 376 Dans le même genre d'équivoque discutable entre « demande » et « achat », on trouve les commentaires de M. Kaplan concernant une autre conversation enregistrée entre MM. Nott et Poulstrup le 29 juillet, au cours de laquelle M. Poulstrup dit [TRADUCTION] « je sais que Chris [M. Kaplan] veut qu'il [CAN] soit à 43 cours acheteur ». En contre-interrogatoire, M. Kaplan a dit au sujet de cette déclaration²⁰² :

[TRADUCTION]

R. J'ai laissé à M. Poulstrup des instructions de m'acheter le titre à 43 cents.

Q. Alors est-ce que MM. Poulstrup et Nott ont tous deux mal compris vos instructions dans cette conversation?

R. Non. M. Poulstrup avait mes instructions. Je ne suis pas sûr où M. Nott ---

Q. Mais, comme cela se manifeste dans la conversation, il a mal compris vos instructions; est-ce exact?

R. Non. Il savait que je voulais acheter le titre à 43 cents.

Q. Et pourquoi dites-vous cela?

R. Parce que je lui avais donné des instructions de m'acheter le titre à 43 cents.

Q. Mais sur le fondement de cette conversation, vous avez dit seulement, [TRADUCTION] « je sais que Chris veut qu'il [CAN] soit à 43 cours acheteur », non [TRADUCTION] « Chris veut acheter 10 000 à 43 cents. »

R. C'est exact, je voulais acheter le titre à 43 cents.

Q. Mais ce n'est pas ce que M. Poulstrup dit; est-ce exact?

R. Je puis comprendre l'interprétation que vous en faites, mais ce que je voulais dire, c'est que j'ai demandé à Jake de m'acheter le titre à 43 cents.

¶ 377 Le 24 octobre, dans une conversation téléphonique entre MM. Nott et Kaplan, M. Nott dit à M. Kaplan qu'il quitte parce que son père subit une intervention, puis demande à M. Kaplan de [TRADUCTION] « surveiller quelques trucs pour moi ». M. Kaplan répond « Qu'est-ce que vous avez besoin de faire surveiller? ». On trouve ci-dessous un exemple du témoignage insatisfaisant et illogique de M. Kaplan²⁰³ :

[TRADUCTION]

Q. Donc M. Nott vous demande de surveiller quelques trucs pour lui, mais il ne vous donne aucun renseignement sur le cours acheteur que vous devriez insérer, le volume que vous devriez insérer, le coût de sa position de stocks, ou d'autres éléments de cette nature; est-ce exact?

R. Dans cet appel téléphonique particulier.

Q. Il dit simplement, [TRADUCTION] « Pourriez-vous les surveiller pour moi, s'il-vous-plaît? » Est-ce exact?

²⁰² Transcription, page 1986.

²⁰³ Transcription, pages 2060 à 2062.

R. Oui.

Q. Et il vous indique simplement le symbole du titre et c'est tout?

R. Il me donnait une certaine latitude, oui.

Q. Et comment pouviez-vous avoir une latitude sur CDF.A si vous ne saviez-pas quel était son coût de base ou à quel cours il voulait négocier?

R. Je suppose qu'il aurait probablement fait des achats à un niveau particulier de cours. Je ne fais que des conjectures pour le moment. Il me demande de surveiller son titre, donc je suis son remplaçant.

Q. Mais vous n'avez aucune indication de lui au sujet du cours auquel il veut acheter ou du volume qu'il veut acheter?

R. Non. Mais évidemment, il voulait acheter quelques milliers d'actions, je suppose.

Q. Et cela ne vous créait pas de souci étant donné que vous aviez déjà acheté 500 actions pour lui qu'il ne voulait pas prendre?

R. Je suis seulement le remplaçant de M. Nott. Je ne sais pas quelles étaient ses pensées.

Q. Néanmoins, comme son remplaçant, vous aviez besoin de certaines instructions sur ce – pour faire des achats sensés pour lui; est-ce exact?

R. Il me donnait une certaine latitude ce jour-là sur les titres.

Q. Mais quelle sorte de latitude peut-il vous donner s'il ne vous a pas donné de paramètres en fonction desquels négocier? Il vous dit simplement, [TRADUCTION] « Surveillez-le. »

R. Oui.

Q. La raison pour laquelle il vous dit [TRADUCTION] « Surveillez-le », c'est de surveiller le cours acheteur de clôture; n'est-ce pas exact?

R. Surveiller ses titres. Surveiller ce qui se passe toute la journée.

Q. Et comment seriez-vous en mesure de réagir à votre surveillance si vous n'avez pas de renseignement au sujet des demandes, du volume ou du cours?

R. Manifestement il est intéressé dans cette fourchette de cours en particulier. Je lui achèterais quelques milliers d'actions.

Q. Seulement parce que vous savez que c'est comme ça que ça se fait?

R. Seulement à l'égard de CDF et de CAN. Il a un intérêt direct dans ces titres, oui.

Q. Mais comment sauriez-vous cela sur CDF.A, qui est le titre dont vous avez dit que vous ne saviez rien à son sujet?

R. Nous avons seulement – j'ai seulement supposé. Il a dit, [TRADUCTION] « Surveillez-le », donc manifestement ça signifie qu'il veut acheter des actions dans cette fourchette de cours en particulier.

¶ 378 À certains moments, M. Kaplan a donné un témoignage qui frise le bizarre. Par exemple, dans l'échange ci-dessus, il est fait mention d'un achat de 500 actions effectué par M. Kaplan pour M. Nott, que M. Nott ne voulait pas prendre. M. Kaplan dit qu'il était embêté par M. Nott parce qu'il refusait de passer l'écriture au sujet des actions. M. Kaplan dit qu'il a ensuite [TRADUCTION] « menti » à M. Nott pour l'amener à s'exécuter²⁰⁴. Peu

²⁰⁴ Transcription, page 2069.

de temps après, M. Nott a demandé à M. Kaplan d'acheter 500 autres actions. Malgré ce qui précède, M. Kaplan a donné suite à sa demande. Ce que M. Kaplan explique en disant : [TRADUCTION] « Je lui donnais une dernière chance²⁰⁵. »

¶ 379 Le 17 juin, M. Kaplan a saisi un ordre d'achat de 1 000 actions de PEC à 14.48.33, qui est devenu le meilleur cours acheteur et le cours acheteur de clôture à 25 cents. Il a donné le témoignage suivant au sujet de cet ordre²⁰⁶ :

[TRADUCTION]

Q. Alors, pourriez-vous expliquer quel était le but de saisir cet ordre sur PEC?

R. J'étais le remplaçant de M. Nott. M. Nott m'a demandé de lui acheter des actions à 25 cents. J'ai saisi l'ordre.

Q. Et comment M. Nott vous a-t-il donné ces instructions de saisir cet ordre?

R. Au téléphone.

Q. Probablement pas de sa ligne au bureau; est-ce exact?

R. Il était en vacances.

¶ 380 M. Kaplan a reconnu que ce n'était pas l'explication qu'il avait donnée le 4 juin 2007 lorsqu'il avait été interrogé par SRM au sujet de cette transaction. Il a témoigné avoir donné cette explication à SRM pour la raison suivante²⁰⁷ :

[TRADUCTION]

À l'époque de l'entrevue, on m'avait remis une petite partie des grands rapports TOQ. Je n'avais jamais vu de rapport TOQ avant, de sorte que je ne m'y retrouvais guère. On m'avait remis quelques appels téléphoniques, quelques MI. J'ai répondu à ces questions du mieux que j'ai pu à l'époque.

¶ 381 À l'audience, M. Kaplan a expliqué la raison de sa réponse de la façon suivante :

[TRADUCTION]

Maintenant, en repassant toute cette information, les RMA, les rapports TOQ, les MI, je ne veux discréditer rien de ce que j'ai dit dans l'entrevue, mais je peux répondre avec plus de confiance maintenant que c'était pour M. Nott, oui.

¶ 382 Dans le cours de l'entrevue avec SRM, M. Kaplan a dit qu'à l'époque où il avait passé l'ordre sur PEC, il ne savait pas que M. Nott négociait PEC ([TRADUCTION] « Il ne l'a jamais mentionné. » « Je n'étais pas au courant²⁰⁸. ») Il a dit qu'il ne savait pas s'il avait saisi cet ordre pour M. Nott²⁰⁹. Il a dit [TRADUCTION] « Probablement que je voulais insérer PCA ...²¹⁰ ». Ensuite il a dit : [TRADUCTION] « J'ai probablement tapé PEC plutôt que PCA²¹¹ ». Lorsqu'on lui a demandé pour quelle raison il pensait que ça pouvait avoir été une erreur, il a dit²¹² :

[TRADUCTION]

Je ne connais pas le titre [PEC], donc, à mon avis, c'est une erreur. Normalement, je sais quand je saisis des ordres d'achat, et ça je n'ai pas d'idée. Je ne savais même pas quel était l'acronyme, PEC.

²⁰⁵ Transcription, page 2070.

²⁰⁶ Transcription, pages 2079 et 2080.

²⁰⁷ Transcription, pages 2081 et 2082.

²⁰⁸ Transcription, page 2085.

²⁰⁹ Transcription, page 2085.

²¹⁰ Transcription, page 2082, ligne 25 et page 2083, ligne 1.

²¹¹ Transcription, page 2084, lignes 13 à 15.

²¹² Transcription, page 2086, lignes 23 à 25 et page 2087, lignes 1 et 2.

¶ 383 À la question : [TRADUCTION] « Mais vous étiez certain que M. Nott ne vous avait pas demandé de saisir cet ordre? », M. Kaplan donne la réponse suivante, qui laisse perplexe : [TRADUCTION] « Je n'ai pas d'idée²¹³. »

¶ 384 La déclaration de M. Kaplan qu'il ait pu faire une erreur en tapant PEC plutôt que PCA lorsqu'il a saisi l'ordre d'achat de 1 000 actions de PEC à 14.48.33 n'est pas croyable. PEC était un titre négocié en cents. PCA (Petro Canada) est un titre de grande société qui se négocie en dollars. De plus, comme remplaçant de M. Nott, il n'est pas plausible que M. Kaplan n'ait pas su que M. Nott négociait PEC. Particulièrement si l'on tient compte de la communication constante entre eux.

¶ 385 D'autres incohérences et contradictions dans le témoignage qui précède au sujet de PEC et PAC sont manifestes et se passent de commentaires.

¶ 386 Dans toutes ses déclarations au cours de l'entrevue avec SRM, M. Kaplan cherche à esquiver sa responsabilité à l'égard des problèmes liés aux demandes sur PEC. Il en est de même de son témoignage à l'audience au sujet de CAN.

¶ 387 L'intention illégitime de MM. Kaplan et Nott de fixer le cours acheteur est illustrée par les messages instantanés échangés le 30 mai 2005 à 14:12. M. Kaplan a envoyé un message instantané à M. Nott lui disant qu'il quittait tôt de sorte que M. Nott allait [TRADUCTION] « avoir à effectuer la demande ». (M. Kaplan n'indique pas à M. Nott qu'il devrait acheter²¹⁴.) M. Nott a accepté et, à 15:59:55, il a saisi une demande de clôture de 1 000 actions à 0,37 \$, augmentant le cours acheteur de 0,02 \$.

¶ 388 M. Nott a été le dernier témoin à témoigner (le 10 février 2010). Il n'a été contre-interrogé par aucune des parties. On n'a pas demandé de rappeler M. Kaplan ou l'un des témoins antérieurs pour répondre au témoignage de M. Nott. Sauf par M. Kaplan, le témoignage de M. Nott n'est pas contesté. Les éléments auto-incriminants du témoignage de M. Nott ajoutent à sa crédibilité.

¶ 389 Compte tenu de ses rapports professionnels étroits avec M. Kaplan, il est inconcevable que M. Nott ait saisi 43 demandes non tardives sur CAN dans le but de maintenir la valeur de CAN, tandis que M. Kaplan, travaillant en coopération étroite avec M. Nott, aurait saisi 38 demandes non tardives sur CAN dans le seul but de formation du cours. Le témoignage de M. Kaplan en sens contraire n'est pas crédible.

La décision au sujet des demandes non tardives sur CAN

¶ 390 Les membres de la formation ont examiné attentivement toutes les données de négociation sur CAN dans le volume 1 des rapports sur le marché annotés²¹⁵. Compte tenu des questions traitées ci-dessus (heure et taille des demandes, illiquidité, etc.) et du mécanisme vivant du marché, les membres de la formation concluent, selon la prépondérance des probabilités, que les demandes non tardives sur CAN (18 au total) saisies par M. Kaplan les 13, 20 et 26 mai, les 1^{er}, 2, 3, 6, 8, 22 et 23 juin, le 22 juillet, les 9, 11 et 24 août, les 1^{er} et 13 septembre et les 11 et 25 octobre sont des demandes de clôture factices.

¶ 391 Bien qu'on puisse être justifié de suspecter une ou plusieurs des 20 autres demandes non tardives sur CAN, la formation ne peut conclure, selon la prépondérance des probabilités, que ces demandes ont été saisies dans un but illégitime.

Les ordres fixant le cours acheteur de clôture sur CDF.A et PEC

¶ 392 M. Kaplan a saisi la demande de clôture sur CDF.A les 16 et 17 juin, les 11 et 16 août et la demande de clôture sur PEC le 17 juin. L'explication que donne M. Kaplan de ces demandes est que M. Nott lui a demandé d'acheter les actions pour lui. Malgré les commentaires concernant la crédibilité de M. Kaplan, les observations de l'OCRCVM portant que ces demandes ont été saisies pour aider M. Nott à fixer le cours acheteur de clôture ne persuadent pas la formation, selon la prépondérance des probabilités, que c'étaient des demandes de clôture factices.

²¹³ Transcription, page 2087, lignes 8 à 11.

²¹⁴ Transcription Kaplan, page 1922.

²¹⁵ Pièce 18.

PARTIE XII

LES ALLÉGATIONS À L'ENCONTRE DE VMTDI

¶ 393 Le personnel de l'OCRCVM dit que la Règle 7.1 des RUIM et la Politique 7.1 prise aux termes des RUIM sont axées sur l'établissement et la mise en œuvre par le participant de procédures et de politiques de surveillance et de conformité qui sont « appropriées à sa taille, aux secteurs d'activité dans lesquels il est engagé et au fait qu'il exerce ou non des activités dans plusieurs lieux ou territoires²¹⁶ ». En d'autres termes, le participant doit procéder à une appréciation effective des risques liés aux types de négociation qu'il pratique et adopter et mettre en œuvre des politiques et des procédures qui sont adéquates.

¶ 394 Le personnel de l'OCRCVM allègue que VMTDI a fait défaut de s'acquitter de ses obligations de supervision de la négociation en contravention de la Règle 7.1 des RUIM et de la Politique 7.1 prise aux termes des RUIM du fait des agissements suivants :

- (i) défaut d'adopter des politiques et procédures de supervision de la négociation qui étaient adéquates, compte tenu de ses activités et de ses affaires et des risques qui y étaient liés;
- (ii) défaut de prendre en compte adéquatement les risques liés au bureau de Burlington;
- (iii) défaut de pratiques et de procédures de surveillance;
- (iv) défaut d'examiner et de surveiller adéquatement l'activité de saisie d'ordres.

¶ 395 Il n'est pas nécessaire d'exposer dans les présents motifs les dispositions extrêmement détaillées et longues (30 pages) de la Politique 7.1 prise aux termes des RUIM sur lesquelles ces allégations sont fondées²¹⁷. Il n'est pas contesté que les obligations de supervision de la négociation qui précèdent sont imposées en vertu de la Règle 7.1 des RUIM et de la Politique 7.1 prise aux termes des RUIM. La question en litige est de savoir si, compte tenu de l'ensemble de la preuve, le personnel de l'OCRCVM a prouvé une ou plusieurs des lacunes alléguées, selon la prépondérance des probabilités.

¶ 396 Plus tôt dans les présents motifs, la formation a traité de deux moyens de défense préliminaires invoqués par VMTDI. Premièrement, il n'y a pas eu de demandes de clôture factices par MM. Nemy ou Poulstrup²¹⁸

²¹⁶ Politique 7.1 prise aux termes des RUIM.

²¹⁷ Dans ses observations écrites, l'OCRCVM présente ce qui suit :

La Règle 7.1 des RUIM dispose :

- (1) Chaque participant adopte des politiques et procédures écrites que ses administrateurs, dirigeants, associés et employés doivent observer et qui suffisent, compte tenu des activités et des affaires du participant, à assurer le respect des RUIM et de chaque Politique.
- (2) Le participant doit respecter les documents énumérés ci-dessous avant de saisir un ordre sur un marché :
 - a) les normes réglementaires applicables en matière d'examen, d'acceptation et d'approbation d'ordres;
 - b) les politiques et procédures adoptées conformément à l'alinéa (1);
 - c) toutes les exigences des RUIM et de chaque Politique.
- (3) Chaque participant doit nommer un responsable de la négociation chargé de surveiller les activités de négociation du participant sur un marché.
- (4) Le responsable de la négociation et toute personne qui exerce un pouvoir d'autorité ou de supervision par rapport à un employé du participant ou qui en est responsable envers le participant doivent surveiller cet employé consciencieusement et correctement pour s'assurer qu'il respecte les RUIM et chaque Politique.

La Politique 7.1 souscrite aux termes des RUIM dispose :

L'obligation de supervision s'applique que l'ordre soit saisi sur un marché :

- par un négociateur employé par le participant,
- par un employé du participant par l'entremise d'un système d'acheminement des ordres,
- directement par un client et acheminé à un marché par l'entremise du système de négociation du participant,
- par tout autre moyen.

Dans le cadre de l'exécution des obligations qui lui sont imposées en matière de supervision de la négociation, le participant doit « veiller aux intérêts du client » afin de prévenir et de dépister des violations des exigences applicables.

²¹⁸ Rapport Boddie, page 69.

et il n'y en a eu qu'une par M. Kaplan²¹⁹. M. Boddie a été appelé et le rapport Boddie a été déposé au soutien de cette position. Deuxièmement, MM. Nemy, Poulstrup et Kaplan ont décrit leurs actions et leurs intentions pour nier les allégations de demandes de clôture factices. Il n'est pas nécessaire de reprendre les motifs du rejet de ces moyens de défense.

Résumé de la décision

¶ 397 En ce qui concerne (i) : le défaut allégué d'adopter des politiques et procédures de supervision de la négociation adéquates, l'allégation est rejetée.

¶ 398 En ce qui concerne (ii) : la formation n'est pas convaincue que VMTDI a fait défaut de prendre en compte adéquatement les risques liés au bureau de Burlington. L'allégation est rejetée.

¶ 399 En ce qui concerne (iii) : le défaut allégué de pratiques et de procédures de surveillance. Le thème récurrent de cette allégation est qu'il n'existait pas de processus ou de procédure systématique d'examen des demandes tardives. Le personnel de l'OCRCVM critique la méthode d'examen aléatoire suivie par MM. Dingwall et Tucker.

¶ 400 La formation examine la preuve relative à la surveillance en temps réel du pupitre de négociation de VMTDI. Les pratiques et procédures de surveillance et le scénario de la salle de négociation sont décrits. Il n'y avait pas de logiciel disponible pour détecter les demandes tardives. Il n'y avait pas de signal d'alarme ou d'autre indicateur sur les écrans dans la salle de négociation qui signalait expressément les demandes tardives. Compte tenu de ces faits et du scénario de la salle de négociation relatif à la détection des demandes tardives et aux enquêtes sur celles-ci (décrit de façon détaillée ci-dessous), la formation conclut que la méthode d'examen aléatoire suivie par MM. Dingwall et Tucker était réaliste et raisonnable. L'allégation est rejetée.

¶ 401 En ce qui concerne (iv) : le défaut allégué d'examiner et de surveiller adéquatement l'activité de saisie d'ordres, l'allégation est rejetée.

¶ 402 On trouvera ci-dessous les motifs de rejet de chacune des quatre allégations.

(i) LE DÉFAUT ALLÉGUÉ D'ADOPTER DES POLITIQUES ET PROCÉDURES DE SUPERVISION DE LA NÉGOCIATION ADÉQUATES

L'analyse

¶ 403 Au cours de la période des faits reprochés, VMTDI avait une structure de surveillance à deux paliers formée (1) de la surveillance du pupitre de négociation et (2) de l'examen après les opérations fait par le Service de la conformité dirigé par Mathew Cooper, chef de la conformité par intérim (**M. Cooper**). Le premier palier était subdivisé en (i) la surveillance du pupitre de négociation en temps réel à l'égard des négociateurs pour compte propre et (ii) le Groupe de surveillance après les opérations.

¶ 404 M. Cooper a dit que son Service de la conformité est [TRADUCTION] « comme un autre palier d'examen de l'activité de négociation » qui vient au-dessus du premier palier pour fournir une évaluation et un contrôle indépendants pour s'assurer que la supervision est efficace. Il s'agissait d'une évaluation après coup, parfois dans un délai de plusieurs semaines.

¶ 405 M. Cooper a indiqué que la conformité était une question qu'on discutait et dont on se préoccupait aux plus hauts échelons de la société. Il a dit qu'il assistait à des réunions aux deux semaines à peu près avec le premier vice-président et le vice-président du conseil d'administration de VMTDI pour discuter de questions de conformité comme les résultats des essais, les enquêtes importantes et les nouvelles technologies²²⁰.

¶ 406 Le Groupe de surveillance après les opérations se concentrait sur les transactions et ne s'occupait pas des demandes. La surveillance du pupitre de négociation en temps réel sera traitée de façon plus détaillée ci-dessous.

²¹⁹ Rapport Boddie, page 68. La colonne Totaux indique 1 au lieu du 2 indiqué dans la colonne CAN.

²²⁰ Transcription, pages 2622 et 2623.

¶ 407 Au cours de la période des faits reprochés, VMTDI a mis en œuvre des politiques et procédures écrites englobant l'ensemble de ses activités pour assurer la conformité aux RUIM et à la Politique prise aux termes des RUIM, notamment aux Règles et à la Politique concernant la manipulation du marché²²¹.

¶ 408 M. Cooper a dit que le système de surveillance et de conformité de VMTDI était conforme aux normes du secteur et à la pratique dans les autres maisons de courtage²²². Les membres de la formation sont d'accord avec cette position.

¶ 409 Les procédures ont été examinées par l'OCRCVM dans le cadre d'examens du pupitre de négociation et ont été jugées satisfaisantes. Dans ses observations écrites en réponse, l'OCRCVM dit qu'un examen du pupitre de négociation ne constitue pas une ratification du système de surveillance d'une société, ni ne met à l'abri de mesures d'application de la loi en cas de défaut de surveillance²²³.

¶ 410 La formation ne fonde pas sa conclusion concernant l'adéquation du système de surveillance et de conformité de VMTDI sur les résultats des examens du pupitre de négociation effectués par l'OCRCVM. La formation note simplement que sa conclusion est conforme aux conclusions de ces examens du pupitre de négociation.

La décision

¶ 411 L'allégation relative au défaut d'adopter des politiques et procédures de supervision de la négociation adéquates est rejetée.

(ii) LE DÉFAUT ALLÉGUÉ DE PRENDRE EN COMPTE ADÉQUATEMENT LES RISQUES LIÉS AU BUREAU DE BURLINGTON

Les observations du personnel de l'OCRCVM

¶ 412 La limite globale de capital tant pour les positions de spéculation sur séance que pour les positions à un jour a doublé, passant de 20 millions à 40 millions de dollars peu de temps après que six nouveaux négociateurs (dont MM. Nemy et Poulstrup) se sont joints au GET en décembre 2003. Après environ quatre mois à Toronto, ces négociateurs ont travaillé au bureau de Burlington. L'OCRCVM dit que, compte tenu de l'augmentation importante du nombre de négociateurs et du capital, VMTDI aurait dû faire davantage dans la sélection, la formation et le contrôle des négociateurs du bureau de Burlington.

L'analyse

¶ 413 M. Tucker était responsable de la Supervision des opérations. Avec M. Dingwall, il assurait la supervision du bureau de Burlington à partir de Toronto malgré le fait que, dans le projet d'activité pour l'ouverture du bureau de Burlington, M. Tucker avait prévu au budget l'engagement d'un directeur de succursale. Donc, il n'y avait personne au bureau de Burlington pour exercer la fonction de surveillance, consistant à observer les négociateurs au travail dans la salle de négociation pour voir et entendre ce qui se passait et écouter ce qu'ils se disaient entre eux. Au cours de la période des faits reprochés, M. Tucker a visité le bureau de Burlington aux deux mois environ. En plus d'aller les rencontrer sur place, il communiquait avec les négociateurs par messages instantanés ou par courriel pour bavarder avec eux. M. Tucker a dit qu'il avait les mêmes outils de surveillance à sa disposition pour le bureau de Toronto et le bureau de Burlington.

¶ 414 M. Tucker savait que les négociateurs étaient venus chez VMTDI d'une société qui, selon son estimation, n'appliquait pas des normes aussi rigoureuses que VMTDI. M. Tucker a reconnu qu'il était conscient que ces négociateurs présentaient un risque plus grand que s'ils avaient été formés chez VMTDI. M. Tucker a dit qu'aucune formation particulière concernant les pratiques de négociation manipulatrices et

²²¹ Pièce 33, onglet 1, Examen du pupitre de négociation 2005, p. 4.

²²² Transcription, pages 2673 et 2674.

²²³ L'Avis relatif à l'intégrité du marché suivant, de novembre 2003, l'établit clairement :

L'examen des politiques et procédures [dans le cadre de l'examen du pupitre de négociation] ne constitue pas une approbation de celles-ci par SRM puisque cette dernière n'aura pas entrepris une analyse en profondeur de l'entreprise du participant.

trompeuses n'avait été donnée aux nouveaux négociateurs au moment où ils se sont joints à VMTDI.

¶ 415 Toutefois, avant d'engager les nouveaux négociateurs, M. Tucker les a rencontrés personnellement en entrevue. Dans le cadre du processus de recrutement, ils devaient rencontrer un cadre supérieur du Service des ressources humaines, qui a consacré beaucoup de temps à parler avec chacun d'eux et qui a ensuite donné son appréciation du caractère et du type des personnes rencontrées en entrevue. M. Tucker a eu la possibilité de les observer et de parler avec eux chaque jour au bureau de Toronto pendant quatre mois avant qu'ils partent pour le bureau de Burlington. M. Tucker a dit qu'il avait trouvé que c'étaient des négociateurs d'expérience ayant une bonne connaissance du marché. Ils ont été engagés pour une période d'essai de trois mois qui a permis à VMTDI de procéder à la vérification des références. Cette vérification n'a révélé aucun élément présentant un intérêt du point de vue de la réglementation.

¶ 416 S'agissant des questions de conformité, M. Tucker a dit qu'avant d'engager les nouveaux négociateurs, il a passé beaucoup de temps avec chacun d'eux à parler de la philosophie de négociation de VMTDI. Il a dit qu'après ses discussions avec chacun d'eux concernant le cadre interne de VMTDI, il se sentait à l'aise à leur égard. Lorsqu'ils ont été engagés, on leur a remis une copie des Règles RUIM et des Politiques prises aux termes des RUIM. Ils ont participé aux examens de conformité semestriels de VMTDI. Ils étaient inscrits sur la liste de distribution des avis relatifs à l'intégrité du marché RUIM. Ils ont dû obtenir les crédits de formation exigés. Ils ont chacun signé une attestation portant qu'ils comprenaient les Règles RUIM et les Politiques prises aux termes des RUIM de façon détaillée et qu'ils suivraient les règles et les politiques de VMTDI.

¶ 417 M. Tucker a souligné le fait que les nouveaux négociateurs avaient tous obtenu un permis du TSX comme négociateurs inscrits et qu'ils devaient donc bien connaître les Règles RUIM et les Politiques souscrites aux termes des RUIM.

¶ 418 M. Cooper a reconnu qu'il n'y avait pas de séances de formation organisées lorsque les personnes physiques intimées ont été engagées. Toutefois, a-t-il dit, VMTDI avait engagé des négociateurs inscrits titulaires d'un permis pour le TSEX qui avaient dû passer un examen au TSEX pour obtenir leur permis. M. Cooper a dit qu'après avoir parlé à ces négociateurs, VMTDI était satisfaite de leur connaissance des Règles RUIM et des Politiques prises aux termes des RUIM²²⁴.

¶ 419 M. Cooper était responsable d'informer le personnel des nouveaux avis, des modifications des Règles RUIM ou des Politiques prises aux termes des RUIM ou des bulletins d'interprétation. Il ajoutait ses commentaires s'il s'agissait d'un texte important. Il a tenu une ou deux séances par année avec les négociateurs dans une salle de conférence pour traiter un thème choisi, l'incidence d'une Règle RUIM sur la façon dont les négociateurs faisaient leur travail quotidien et pour informer les négociateurs de la façon dont la Conformité estimait qu'ils faisaient leur travail²²⁵.

¶ 420 MM. Nemy et Poulstrup ont commencé à travailler chez VMTDI en décembre 2003 – dix-sept mois avant le commencement de la période des faits reprochés. C'était amplement suffisant pour évaluer leur performance.

¶ 421 Avant d'ouvrir le bureau de Burlington, VMTDI avait présenté le projet à l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et obtenu son approbation. L'OCRCVM était au courant de l'ouverture du bureau de Burlington et n'a pas soulevé d'objection.

La décision

¶ 422 La formation n'est pas convaincue que VMTDI a fait défaut de prendre en compte adéquatement les risques liés au bureau de Burlington. L'allégation est rejetée.

(iii) LE DÉFAUT ALLÉGUÉ DE PRATIQUES ET DE PROCÉDURES DE SURVEILLANCE

¶ 423 Le personnel de l'OCRCVM dit que les surveillants du pupitre de négociation se sont concentrés

²²⁴ Transcription Cooper, pages 2542 et 2543.

²²⁵ Transcription, pages 2621 et 2622.

fondamentalement sur les positions de profits et pertes des négociateurs. Toutefois, le point capital de l'allégation à l'encontre de VMTDI est l'absence de procédure systématiquement suivie par les surveillants du pupitre de négociation (MM. Tucker et Dingwall) pour l'examen des demandes passées en fin de séance, si ce n'est sur une base aléatoire.

L'analyse

La surveillance du pupitre de négociation en temps réel à l'égard des négociateurs pour compte propre

¶ 424 Il y avait au total 19 négociateurs aux bureaux de Toronto et de Burlington. M. Dingwall était aussi au pupitre de négociation parmi les négociateurs de Toronto et communiquait avec les négociateurs du bureau de Burlington par téléphone et par messages instantanés. Le bureau de M. Tucker se trouvait à côté des négociateurs.

¶ 425 À la fin de la journée, le Service de la comptabilité fournissait une information faisant état de l'utilisation estimative du capital par chaque négociateur, des profits et pertes et du capital de chacun. Si quelque chose d'inattendu surgissait, M. Dingwall faisait une enquête sur la cause. Il transférait cette information à un chiffrier de manière à pouvoir l'examiner plus rapidement. Cela lui permettait de voir ce qu'un négociateur avait fait le jour précédent et de calculer rapidement les profits et pertes de chaque négociateur. Chaque matin (à compter de 6:00), le rapport sur les stocks de chaque négociateur était examiné pour déterminer l'exposition des négociateurs individuels et l'exposition sectorielle globale du GET. Sur le fondement de cet examen quotidien, les positions incompatibles avec les schémas de négociation habituels pouvaient être détectées.

¶ 426 À 9 h, les rapports préliminaires de profits et pertes reçus de la Comptabilité étaient examinés. Toutes les divergences importantes entre ces profits et pertes réels et les estimations du négociateur la veille faisaient l'objet d'une enquête. Les gains ou pertes sortant de la fourchette ordinaire pour un négociateur individuel faisaient l'objet d'une enquête. Cela comportait habituellement une analyse comme l'examen des données des transactions ou une reconstruction chronologique de l'activité de négociation et une interaction face à face avec le négociateur. Les gains ou pertes inhabituels ne se produisaient pas fréquemment.

¶ 427 Pendant la séance, MM. Tucker et Dingwall avaient chacun jusqu'à six écrans devant eux affichant les « outils » qu'ils pouvaient choisir pour les aider à contrôler et à surveiller les négociateurs, notamment :

- Ripple (système interne de gestion de stocks) suivait les profits et pertes de VMTDI, l'utilisation du capital, la position de chaque négociateur et ses profits et pertes quotidiens, dans tous les cas en temps réel ou à tout moment choisi. Le système pouvait aussi faire apparaître une page de résumé de tous les différents titres²²⁶.
- Le [TRADUCTION] « gestionnaire de stocks Belzberg », fondamentalement la même chose que Ripple.²²⁷
- Le [TRADUCTION] « registre de la société » présente les ordres au sein de VMTDI et l'identité du négociateur passant l'ordre. S'il s'agissait d'un client qui avait un accès direct (c'est-à-dire qu'il pouvait passer ses propres ordres), l'ordre était présenté. La date où l'ordre a été saisi et le cours ainsi que la quantité du titre étaient présentés. M. Dingwall a dit que l'heure de l'ordre n'était pas présentée²²⁸.
- [TRADUCTION] L'« outil d'analyse des exécutions » (aussi appelé [TRADUCTION] l'« outil d'analyse des transactions ») présente chaque transaction effectuée par une personne au sein de la société. Cet outil permettait d'extraire les renseignements que l'on voulait à propos de toute transaction effectuée sur le TSEX pour un jour ou un nombre de jours donné. M. Dingwall a dit qu'il utilisait cet

²²⁶ Transcription Tucker, page 2509 et Transcription Dingwall, pages 2153 et 2154.

²²⁷ Transcription Tucker, page 2510.

²²⁸ Transcription, page 2152, ligne 18.

outil régulièrement²²⁹.

- Le marché par ordre présente chaque ordre sur un titre inscrit à la cote du TSEX et combine les ordres à des niveaux de cours similaires. Par exemple, s'il y avait dix personnes effectuant des demandes à un cours donné, cet écran indiquerait dix ordres à ce cours²³⁰.
- Le marché par cours présente la quantité de titres disponibles à chaque niveau de cours. M. Tucker a dit qu'il utilisait les outils du marché par cours et du marché par ordre la plupart du temps, particulièrement l'affichage du marché par ordre, parce que cela lui donnait une vue en temps réel du nombre d'ordres provenant de VMTDI à chaque niveau de cours²³¹.
- Le marché par courtier présente les courtiers individuels (VMTDI, RBC Dominion valeurs mobilières, etc.) effectuant des demandes aux différents niveaux de cours²³².
- L'écran Reuters donne un très bon aperçu de l'ensemble du marché par rapport aux participants sur un titre donné. On pouvait s'en servir pour voir l'activité de négociation sur le marché tout entier ou au sein de VMTDI. M. Tucker a dit qu'il s'en servait ordinairement pour voir l'activité sur l'ensemble du marché²³³.
- La liste de surveillance de titres (**liste de surveillance**) est une liste de symboles de titres sur un écran qui affiche le cours acheteur, la quantité demandée, le cours vendeur, la quantité offerte, la dernière vente et le volume, pour chacun des symboles de titres. Un titre reste sur la liste de surveillance tant qu'il n'est pas supprimé. Lorsqu'il survient quelque chose concernant le titre, toute la ligne du titre devient lumineuse une seconde ou deux (flash) puis disparaît. Si le texte sur l'écran est normalement blanc sur fond noir, il passe à noir sur fond blanc (s'inverse²³⁴) indiquant l'information mise à jour découlant de ce qui s'est produit. Bref, c'est un signal que *quelque chose* s'est produit au sujet du titre.

¶ 428 La preuve n'indique pas clairement lequel des outils qui précèdent indique l'heure de saisie d'une demande. Pour les besoins de la présente analyse, il est présumé que ce renseignement pouvait être vérifié.

¶ 429 M. Dingwall a dit que le nombre de titres sur sa liste de surveillance un jour donné occupait presque la capacité de l'écran. Il a dit que la liste de surveillance ne se limitait pas aux titres faisant partie du portefeuille des négociateurs pour compte propre. VMTDI a un nombre considérable d'ordres clients qui entrent chaque jour. Ces titres sont ajoutés à la liste de surveillance parce que, de temps à autre, un client fait quelque chose dont il faut se soucier et qui exige une surveillance.

¶ 430 M. Dingwall a dit que, lorsqu'il voyait un flash sur un titre de sa liste de surveillance, il faisait apparaître un marché par ordre pour voir si le changement concernant le titre était le fait d'un négociateur de VMTDI. Le cas échéant, il poussait son enquête plus loin en se servant du registre de la société ou de l'analyse des exécutions pour déterminer ce qui s'était produit.

¶ 431 M. Dingwall a dit que l'écran liste de surveillance est mis à jour toute la journée. Il a dit qu'il serait physiquement impossible de faire une enquête sur chaque signal. Il a dit que, s'il tentait de le faire, il resterait assis là à regarder TIC de 9 h 30 à 16 h tous les jours parce que [TRADUCTION] « comme vous pouvez imaginer en regardant les rapports TOQ, chaque titre génère des centaines de pages de mises à jour, tous les jours, même ces titres illiquides...²³⁵ ».

¶ 432 M. Dingwall a reconnu que l'activité manipulatrice risque plus d'intervenir à l'ouverture ou vers

²²⁹ Transcription Dingwall, pages 2146 et 2147.

²³⁰ Transcription Dingwall, page 2149.

²³¹ Transcription Tucker, pages 2511 et 2512.

²³² Transcription Dingwall, page 2151.

²³³ Transcription Tucker, page 2514.

²³⁴ Transcription Dingwall, page 2362.

²³⁵ Transcription Dingwall, page 2367.

l'ouverture et à la clôture ou vers la clôture : « À 15 h 59 probablement l'écran tout entier va s'inverser à cause de l'activité à ce moment de la séance²³⁶. »

¶ 433 M. Tucker avait une liste de surveillance similaire à celle de M. Dingwall, mais non identique. M. Tucker a dit que le seul fait qu'un titre soit sur sa liste de surveillance ne signifiait pas qu'il procédait à l'examen de tous les ordres saisis pendant la séance ou dans les dix dernières minutes.

¶ 434 Au cours de la période des faits reprochés, un rapport sur les transactions exécutées était disponible qui permettait au groupe de surveillance des transactions et au second palier de la Conformité, dirigé par M. Cooper, de mettre en œuvre des procédures systématiques d'examen après les opérations. Toutefois, il n'y avait pas d'outil disponible chez VMTDI pour surveiller les ordres en temps réel (c'est-à-dire les demandes et les offres). Par conséquent, il n'y avait pas de procédure systématique, manuelle ou autre, pour examiner les ordres²³⁷. M. Tucker a dit²³⁸ :

[TRADUCTION]

Q. Ainsi, votre examen des ordres était réellement plutôt aléatoire ou ad hoc? Autrement dit, il ne suivait pas une procédure clairement définie?

R. Rappelez-vous qu'il n'y avait pas – il n'y avait pas de logiciel disponible dans les maisons de courtage pour permettre aux participants de surveiller les ordres en temps réel de sorte que chaque participant, dans le cadre de ses responsabilités de surveillance, avait sa propre méthode d'examen des ordres. Donc je dirais que nous examinions les ordres, pas sur une base ad hoc. Cela se faisait chaque jour, mais sûrement selon un mode de type manuel jusqu'à ce que nous ayons – qu'il y ait un logiciel disponible dans le commerce pour le faire – pour nous aider à compléter le processus.

Q. Mais c'était de la nature d'un examen plutôt aléatoire; n'est-ce pas juste?

R. O. K. Ça serait juste.

¶ 435 M. Tucker a dit qu'au cours de la période des faits reprochés, SRM (maintenant l'OCRCVM) avait (a toujours) un logiciel de surveillance en temps réel appelé « Smarts », qui lui avait été donné par le TSX et qui détecte certaines irrégularités sur le marché²³⁹, et indique l'heure et la séquence de toutes les demandes et de toutes les offres sur le marché²⁴⁰. Cet outil n'a pas été fourni aux courtiers²⁴¹. On a fourni aux courtiers un certain nombre de rapports (p. ex., les cours de clôture à la hausse en fin de mois) qui ne comprenaient pas de renseignements au sujet des demandes et des offres.

La décision au sujet de la concentration sur la position de profits et pertes des négociateurs

¶ 436 La formation n'accepte pas la prétention du personnel de l'OCRCVM que les surveillants du pupitre de négociation se concentraient fondamentalement sur la position de profits et pertes des négociateurs. Les surveillants ont consacré du temps à la position de profits et pertes, mais pas un temps exagéré. C'était une partie essentielle de leur responsabilité et cela se comprend, compte tenu du montant substantiel de capital à risque. Cet examen entraînait une surveillance indirecte, parce que les positions incompatibles avec les schémas de négociation habituels pouvaient être détectées. La plus grande partie du temps de M. Dingwall (et de M. Cooper), de loin, était consacrée à l'exercice de leurs responsabilités de surveillance. Les profits et pertes n'empiétaient pas sur l'exercice de ces responsabilités.

L'analyse de l'absence de procédure d'examen des demandes tardives et de l'examen aléatoire des demandes tardives

²³⁶ Transcription Dingwall, page 2494.

²³⁷ Transcription Tucker, page 2593.

²³⁸ Transcription, page 2594.

²³⁹ Transcription, page 2568.

²⁴⁰ Transcription, page 2571.

²⁴¹ Transcription, page 2572.

¶ 437 La réponse à cette critique réside dans le fait qu'il n'y avait pas de logiciel de surveillance en temps réel au cours de la période des faits reprochés permettant de détecter l'heure et la séquence des demandes et des offres sur le marché. L'OCRCVM avait le logiciel SMART qui pouvait accomplir cette fonction, mais il n'était pas à la disposition des courtiers. À défaut de ce logiciel, la seule solution pragmatique était l'examen aléatoire.

¶ 438 Un flash sur l'écran n'est pas un signal ou un signal d'alarme détectant une demande tardive. Cela peut être le résultat de *n'importe quelle* transaction sur le titre par *n'importe quel* négociateur. C'était la difficulté de surveillance à laquelle faisaient face MM. Dingwall et Tucker. Le flash sur l'écran de la liste de surveillance ne faisait qu'informer de la survenue d'une activité au sujet du titre. Mais pour déterminer la raison pertinente du flash (qu'il s'agisse d'une demande, de l'heure de la demande, de celui qui a saisi la demande), il était nécessaire de prendre le temps voulu pour utiliser l'un des outils de surveillance. La très grande fréquence des flashes vers la fin de la séance rendait la chose impossible.

¶ 439 Il faut se rendre compte que l'information obtenue lors d'un examen aléatoire était limitée à un jour en particulier. Il est évident, dans les motifs de la formation, que la démonstration d'un schéma de demandes tardives par un négociateur constitue l'un des facteurs sur lesquels elle s'est appuyée pour déduire les demandes de clôture factices. Le temps nécessaire pour arriver à cette déduction aurait été tout à fait au-delà de la capacité de MM. Dingwall et Tucker parce qu'ils auraient dû prendre le temps d'imprimer la négociation de fin de séance du titre à partir du registre de la société chaque jour pendant un nombre de jours suffisant pour révéler un schéma de demandes tardives.

¶ 440 Pour confirmer le temps qu'il aurait fallu pour établir un schéma de demandes, on n'a qu'à se référer au témoignage de M. Cooper décrivant ce qu'il a fait en juillet 2006 pour évaluer si huit négociateurs, dont MM. Sadeghi et Nott, s'étaient livrés à une activité de négociation irrégulière au cours du mois d'octobre 2005²⁴². En se servant d'un logiciel sophistiqué appelé *Compliance Explorer* et en appliquant ses grandes capacités, M. Cooper est arrivé à compiler suffisamment d'information pour recréer les données de marché d'octobre 2005 et à effectuer certains essais relatifs aux demandes tardives (**L'analyse d'octobre 2005**). M. Cooper a dit qu'il lui avait fallu des [TRADUCTION] « semaines²⁴³ » pour effectuer cette analyse. Les conséquences à tirer de cette analyse sont traitées ci-dessous.

La décision au sujet du défaut allégué de pratiques et de procédures de surveillance

¶ 441 Compte tenu (i) du fait qu'il n'y avait pas de logiciel disponible pour détecter l'heure et la séquence des demandes tardives et (ii) du scénario de la salle de négociation (décrit ci-dessus) relatif à la détection des demandes tardives et aux enquêtes à leur sujet, la formation conclut que la méthode d'examen aléatoire suivie par MM. Dingwall et Tucker était raisonnable et réaliste. L'allégation est rejetée.

(iv) LE DÉFAUT ALLÉGUÉ D'EXAMINER ET DE SUIVRE ADÉQUATEMENT L'ACTIVITÉ DE SAISIE D'ORDRES

¶ 442 L'allégation recoupe l'allégation précédente de défaut de pratiques et de procédures de surveillance. L'analyse et la décision se rapportant à cette dernière allégation s'appliquent aussi à la présente allégation.

¶ 443 Toutefois, le personnel de l'OCRCVM développe l'allégation en disant que ce défaut est démontré par ce qui s'est passé en ce qui concerne M. Nott et les titres CDF.A et TIC, où la surveillance du pupitre de négociation de VMTDI a procédé à l'examen des ordres non exécutés soit de façon très médiocre, soit pas du tout, ou a fermé les yeux sur la saisie de demandes de clôture en fin de séance et, de ce fait, ne s'est pas conformée à la norme établie par la Politique 7.1 prise aux termes des RUIM. Passons à l'analyse de ces critiques.

Les critiques au sujet de la surveillance de M. Nott et de CDF.A

¶ 444 M. Nott a déclaré volontairement une grosse augmentation de sa position sur CDF.A à M. Dingwall le 4 octobre 2005. Il a dit à M. Dingwall que, par accident, il avait commis une erreur de frappe dans un ordre

²⁴² Transcription, pages 2700 à 2716.

²⁴³ Transcription, page 2716.

portant sur CDF.A et avait acheté par erreur 154 000 actions²⁴⁴. Cette transaction a fait passer sa position sur ce titre à plus de 350 000 actions. La transaction était grosse pour M. Nott, représentant à peu près 100 000 \$, et cette acquisition accidentelle appelait une surveillance continue.

¶ 445 M. Dingwall a pris la précaution de placer CDF.A sur sa liste de surveillance en raison de la taille de la position. Cela a été fait dans une perspective de gestion des risques. M. Dingwall voulait s'assurer que, si le titre commençait à tomber, la position pourrait être liquidée²⁴⁵.

¶ 446 Le 19 octobre, M. Dingwall a noté une activité de négociation sur CDF.A sur l'écran de sa liste de surveillance et a déterminé que M. Nott en était responsable. Il a averti verbalement M. Nott de ne pas augmenter sa position sur CDF.A. Le 26 octobre, M. Dingwall a noté, toujours au moyen de sa liste de surveillance, une opération fictive entre MM. Nott et Sadeghi sur CDF.A. Cela a entraîné une enquête de suivi puis un rapport sur l'obligation de protection du public en vertu de la Règle 10.16 des RUIM.

¶ 447 Il faut reconnaître le mérite de VMTDI, non lui adresser des critiques, pour la façon dont elle a surveillé et détecté les irrégularités dans les demandes sur CDF.A et dont elle a déposé rapidement le rapport sur l'obligation de protection du public, le 16 novembre (21 jours après la découverte de l'opération fictive).

Les critiques au sujet de la surveillance de TIC

¶ 448 Selon le personnel de l'OCRCVM, à cause de la position de stocks très lourde de VMTDI sur TIC pendant toute la période des faits reprochés, il aurait dû y avoir un examen systématique des demandes de clôture.

¶ 449 Les stocks lourds de TIC étaient précisément la raison pour laquelle TIC était sur la liste de surveillance pendant toute la période des faits reprochés. Aucun des cinq autres titres ne figurait sur la liste de surveillance, sauf CDF.A après l'achat par erreur effectué par M. Nott le 4 octobre.

¶ 450 M. Nemy a dit qu'au cours de la période des faits reprochés, il s'est négocié environ dix millions d'actions de TIC. Il était responsable d'environ 25 % de ce volume²⁴⁶. Compte tenu des défis de surveillance décrits auparavant, il n'aurait pas été possible d'effectuer un examen systématique des demandes tardives de M. Nemy.

¶ 451 M. Nemy était un négociateur très expérimenté, compétent et extrêmement performant. Il était le premier négociateur au bureau de Burlington et tenu en haute estime par tous les négociateurs. On l'a chargé de détenir une position à long terme sur TIC. Le degré de confiance à l'endroit de M. Nemy est confirmé par le fait qu'on lui attribuait de 5 à 20 millions de dollars sur le total du capital de négociation du bureau de Burlington, habituellement fixé à quarante millions de dollars²⁴⁷. En novembre 2006, M. Nemy a été promu à un rôle de surveillance officiel et nommé vice-président²⁴⁸.

¶ 452 Quand on lui a demandé si M. Nemy pouvait effectuer des demandes pour les besoins de ses stocks plutôt que pour ceux de la formation du cours, M. Dingwall a dit²⁴⁹ :

[TRADUCTION]

Je penserais aussi du point de vue de, du mobile – vous savez, il est tout à fait à l'aise en ce qui concerne le montant de profits et pertes. Vous savez, hausse de cent [mille dollars] baisse de deux cents [mille dollars]. Il avait du succès ... Vous savez, il faisait vraiment de l'argent en négociant, des profits réalisés, pas de pertes non réalisées dans les profits et pertes. Alors c'est pourquoi je doute qu'il ait fait cela seulement pour valoriser ses stocks.

¶ 453 M. Dingwall a dit qu'il n'avait jamais eu la moindre difficulté à obtenir de l'information de M. Nemy au

²⁴⁴ Transcription de l'audience, Dingwall, le 27 janvier, p. 2216 (Cahier de la preuve de VMTDI, onglet S2).

²⁴⁵ Transcription de l'audience, Dingwall, le 27 janvier, p. 2224 (Cahier de la preuve de VMTDI, onglet S2).

²⁴⁶ Transcription Nemy, pages 1291 et 1292.

²⁴⁷ Transcription Nemy, pages 1272 et 1273.

²⁴⁸ Transcription Cooper, page 2741.

²⁴⁹ Transcription, page 2495.

sujet de sa position de pertes ([TRADUCTION] « Il était très bon »²⁵⁰). M. Dingwall a dit que lorsque M. Nemy appelait pour indiquer sa position à la fin de la journée, il ne sous-estimait jamais le montant qu'il perdait sur TIC et n'induisait non plus jamais M. Dingwall en erreur à ce sujet ([TRADUCTION] « Il était très ouvert et transparent²⁵¹ »).

¶ 454 La raison de ne pas surveiller TIC est compréhensible.

La décision au sujet du défaut d'examiner et de surveiller adéquatement l'activité de saisie d'ordres

¶ 455 L'allégation est rejetée.

¶ 456 Les quatre allégations ayant toutes été rejetées, il n'y a pas de preuve que VMTDI ait fait défaut de s'acquitter de ses obligations de supervision de la négociation en contravention de la Règle 7.1 des RUIM et de la Politique 7.1 prise aux termes des RUIM. Par conséquent, l'allégation est rejetée.

DISCUSSION DE L'ANALYSE D'OCTOBRE 2005

¶ 457 Le Discussion suivante de l'Analyse d'octobre 2005 circonscrit la faiblesse fondamentale du système de surveillance de la conformité de VMTDI.

¶ 458 Lorsque M. Cooper a examiné les données de marché qui avaient été compilées pour le mois d'octobre 2005 (L'analyse d'octobre 2005 de M. Cooper), il a vu qu'il y avait des demandes arrivant sur le marché peu avant 16 h. Il a dit que, de façon générale, ces demandes semblaient se négocier dans le « contexte du marché » à ce moment-là²⁵². La déclaration suivante de M. Cooper semble être à l'origine de la méthode d'analyse de VMTDI à l'égard des demandes de clôture factices²⁵³ :

[TRADUCTION]

La demande n'était pas plus haute que la dernière vente ou le haut de la séance. Alors ça nous a donné l'idée que oui, il y avait certaines demandes tardives arrivant sur le marché, mais il se pouvait qu'elles ne soient pas si inhabituelles ou manipulatrices seulement parce qu'elles étaient tardives. Alors nous avons commencé à penser à d'autres aspects de la Règle 2.2 des RUIM. Alors la Règle 2.2 des RUIM demande de regarder l'heure à laquelle l'ordre est saisi, mais elle demande aussi de regarder les cours des transactions qui précèdent et qui suivent, la fluctuation qui en découle par rapport au cours acheteur ou au dernier prix de vente, selon qu'il s'agit d'un ordre ou d'une transaction. Ce genre de choses. Alors nous avons commencé à penser à ces choses et les demandes ne se démarquaient pas réellement si ce n'est du fait qu'elles étaient tardives.

¶ 459 M. Cooper a conclu : [TRADUCTION] « si ce n'est du fait que ces demandes sont apparemment tardives, il n'y a rien d'autre qui donne à penser qu'elles sont manipulatrices ou qu'elles sont à un prix que le marché n'a pas encore atteint ou qu'elles sont de quelque façon incompatibles ou trompeuses²⁵⁴ ».

¶ 460 Travaillant avec *Compliance Explorer*²⁵⁵, M. Cooper a indiqué certaines alertes dont il souhaitait qu'un logiciel de conformité assure le suivi. Il fallait que la demande soit effectuée très proche de la clôture. Il fallait qu'elle soit petite et au prix de la dernière vente, ou au-dessus du prix de la dernière vente²⁵⁶. Une demande qui

²⁵⁰ Transcription, page 2496.

²⁵¹ Transcription, page 2496.

²⁵² Transcription, page 2700.

²⁵³ Transcription, pages 2700 et 2701.

²⁵⁴ Transcription, pages 2701 et 2702.

²⁵⁵ En juillet 2006, *Compliance Explorer* travaillait à développer des technologies de conformité et de surveillance. VMTDI a travaillé avec *Compliance Explorer* pour développer des alertes relatives à la passation d'ordres tardifs et à l'activité de négociation qui pourrait être potentiellement manipulatrice et pour développer des schémas de négociation qui pourraient autrement ne pas être discernables. Cette fonction n'était pas disponible jusqu'alors.

²⁵⁶ Transcription, page 2704.

était au-dessous de la dernière vente n'avait pas à donner lieu à une alerte²⁵⁷. L'échange qui suit donne un exemple²⁵⁸ :

[TRADUCTION]

M. Norris : Donc, vous dites que si la dernière vente était à 50 cents et qu'une demande était saisie à 48 cents, alors elle ne serait pas ramassée ou ça ne signifierait pas nécessairement ---

Le témoin : Ça ne déclencherait pas de signal d'alarme pour nous. Mais si vous saisissez une demande à 51 cents ou à 50 cents, alors ça la signifierait en vue de l'examen. Mais encore une fois, ça n'indique pas qu'il s'agit d'un ordre irrégulier, c'est juste une indication que c'est quelque chose sur quoi il faut peut-être jeter un coup d'œil.

M. Norris : Alors pour être clair, même avec le nouveau système vous permettant de surveiller d'autres choses que l'ancien système, il ne vous signifierait pas une demande qui est au-dessous de la dernière vente.

Le témoin : C'est précisément la façon dont nous l'avons configuré, oui.

¶ 461 Au cours de la période qui a suivi, d'autres alertes ont été ajoutées au programme. Les alertes étaient conçues expressément pour correspondre aux lignes directrices exposées dans la Politique prise aux termes des RUIM. Boddie a examiné ces essais et recommandé quelques changements mineurs ainsi qu'il est décrit et expliqué dans le rapport Boddie²⁵⁹. Mais le principe du « contexte du marché » était inchangé.

¶ 462 Cette attitude à l'égard des demandes explique pour quelles raisons MM. Dingwall et Tucker ne se faisaient pas de souci lorsqu'une demande tardive déclenchait la liste de surveillance. Toutes les demandes tardives de M. Nemy sur TIC étaient inférieures au cours de la dernière transaction (qu'ils pouvaient aisément voir) et donc dans le contexte du marché.

¶ 463 M. Cooper n'a pas développé un système de négociation. Il a analysé le système existant. Son analyse confirme le témoignage de M. Nott portant que maintenir le cours d'un titre au moyen de demandes dans le contexte du marché constituait une norme acceptée chez VMTDI et non de la clôture à la hausse.

¶ 464 MM. Dingwall et Tucker n'ont pas détecté les demandes tardives qui, selon le personnel de l'OCRCVM, auraient dû être identifiées, parce qu'ils utilisaient un système d'alerte qui était différent du système d'alerte prescrit par l'OCRCVM. La raison d'être de ces systèmes d'alerte différents était une interprétation honnête, mais erronée de la Politique prise aux termes des RUIM.

¶ 465 Le processus d'interprétation des RUIM et de la Politique prise aux termes des RUIM n'est pas quelque chose qui se fait du jour au lendemain. La présente décision de la formation constitue une étape importante dans ce processus. L'attitude à l'égard des demandes exposée dans les présents motifs clôt le chapitre de la pratique des demandes dans le contexte du marché pour maintenir la valeur d'un titre et ouvre un nouveau chapitre sur les demandes saisies conformément à l'offre et à la demande réelles du marché.

Les motifs et la décision révisée ci-dessus sont approuvés le 30 avril 2011.

L'honorable Stanley Kurisko, c.r. (président)

Donald Lawson

Phillip Ted Norris

²⁵⁷ Transcription, page 2704.

²⁵⁸ Transcription, pages 2703-2704.

²⁵⁹ Rapport Boddie, page 40 dans le paragraphe intitulé [TRADUCTION] « Les essais de VMTDI ».

