

ASSOCIATION DES BANQUIERS PRIVÉS SUISSES

VEREINIGUNG SCHWEIZERISCHER PRIVATBANKIERS

16008

SWISS PRIVATE BANKERS ASSOCIATION

Präs	Dir	BAF	BEF	GB	BM	RD	CL
Eingang 05. MRZ. 2004							Ges.-Nr.
SB	Reg.-Nr		Erledigt:				

Commission fédérale des banques  
Bourses et marchés  
Case postale  
3001 Berne

Genève, le 4 mars 2004

## Circulaire de l'ASB sur les abus de marché

Messieurs,

Nous nous référons à votre procédure de consultation au sujet du projet de Circulaire sur les abus de marché (ci-après « la Circulaire ») que vous avez lancée en décembre 2003. L'Association des banquiers privés suisses (ABPS) ne figure certes pas sur la liste des organisations consultées. Toutefois, compte tenu de l'importance que revêt ce sujet pour les membres de l'ABPS, nous prenons la liberté de vous adresser une prise de position dont nous vous remercions par avance de bien vouloir tenir compte.

**Notre Association souhaite vivement que la CFB renonce à édicter des règles de comportement sur le marché tant que les nouvelles bases légales suisses relatives à la surveillance intégrée des marchés financiers et surtout aux moyens de surveillance et aux sanctions n'ont pas été adoptées par le législateur. En effet, nous estimons que cette Circulaire est difficilement compatible avec les standards internationaux et le droit interne dans son état actuel.**

Par la présente, nous nous permettons de vous faire part de quelques réflexions à ce propos, en commençant par des considérations d'ordre général (Chapitre I) pour nous concentrer ensuite sur quelques points particuliers du projet (Chapitre II).

### **I. Commentaires d'ordre général**

#### **1. Comparaison internationale**

Dans le cadre de l'analyse de la Circulaire, il est utile de prendre en considération les règles en matière d'abus de marché adoptées par le Royaume-Uni (la « City » londonienne étant la principale concurrente européenne de la place financière suisse) et par l'Union Européenne.

Il apparaît que la Circulaire va plus loin que le FSMA Market Code of Conduct britannique et que la Directive de l'Union européenne sur les abus de marché. En effet, contrairement à la Circulaire, les deux textes précités se bornent à réprimer les comportements abusifs *qui peuvent exercer une influence sur le marché*, c'est-à-dire plus précisément qui sont susceptibles de porter préjudice aux autres acteurs du marché. La Circulaire dépasse ce cadre puisqu'elle assimile à des abus de marché la violation de devoirs de diligence et de loyauté qui incombent aux intermédiaires financiers vis-à-vis de leurs clients et non pas vis-à-vis du marché. Dans ce contexte, on peut notamment citer les « *cours coupés* », le « *Churning* » et le « *Parking* » qui sont inclus dans le chapitre 6 de la Circulaire.

Il n'est pas souhaitable que la Suisse se dote de règles plus strictes que ses principaux voisins et concurrents, sauf à mettre en péril la compétitivité de sa place financière.

## **2. Convention européenne des droits de l'Homme (CEDH)**

La Circulaire soulève le problème crucial de la distinction entre sanctions administratives « à caractère pénal » et mesures purement administratives. Il s'avère que, de l'avis même de la CFB (chiffres 4.5, page 23 et 7.1 et 7.2 pages 40ss du Rapport CFB sur les Sanctions ou « *Sanktionsbericht* » d'avril 2003), la procédure liée aux abus de marché aura un « caractère pénal » au sens de la CEDH et devrait donc bénéficier des droits que l'article 6 accorde à l'accusé visé par une procédure « à caractère pénal ». Or, la Circulaire ne contient aucune des garanties procédurales exigées par cette Convention, en vertu desquelles, par exemple, l'accusé devrait pouvoir *refuser de collaborer* avec la CFB (droit de se taire pour ne pas s'auto-incriminer), obligation à laquelle les banques et les négociants sont expressément tenus en vertu du droit de la surveillance actuellement en vigueur, ou encore selon lesquelles l'accusé aurait le droit d'être « jugé » par un *tribunal* qui devrait être « *indépendant* » aussi bien par rapport à l'autorité législative qu'exécutive, donc en l'occurrence par rapport à la CFB.

Par conséquent, au regard notamment des principes de l'article 6 CEDH, reflétés dans la Constitution, nous estimons que la Circulaire ne contient pas les garanties de procédure dont doit bénéficier tout « accusé » dans une procédure administrative « à caractère pénal ».

## **3. Cohérence de la réglementation**

Dans les « *Lignes directrices régissant la politique à l'égard de la place financière* » publiées en août 2003 par le Département fédéral des finances, on peut lire ce qui suit (p. 19) :

*« Politique globalement cohérente : Touchant à de nombreux domaines, les questions concernant la place financière requièrent une **approche et une politique globales** et pluridisciplinaires, tenant compte d'un large éventail de faits et de points de vue. Une telle approche pose des exigences élevées en matière de compétences spécialisées et nécessite une étroite coordination entre les instances concernées (autorité de poursuite pénale, autorités de surveillance, administration générale, Banque nationale, instances politiques). Il est donc indispensable que les autorités jouissent des compétences et de la crédibilité nécessaires et que les instances précitées harmonisent leurs attitudes et l'usage des instruments dont elles disposent ».*

La Circulaire va à l'encontre de cette exigence de « *politique globalement cohérente* » et d' « *étroite coordination entre les instances concernées* ».

En effet, la Commission d'experts « Surveillance intégrée des marchés financiers » instituée par le Conseil fédéral (Commission Zimmerli) a rendu le 29 octobre 2003 un 1<sup>er</sup> rapport partiel préconisant la fusion de la CFB et de l'OFAP sous l'égide de la FINMA. Un second rapport partiel est en cours d'élaboration. Il étudiera notamment la problématique d'un nouveau régime des sanctions et fera lui aussi l'objet d'une consultation auprès des milieux intéressés.

Il n'est pas cohérent de devancer les travaux de la Commission Zimmerli en définissant des comportements qualifiés d'abusifs par le biais d'une Circulaire de la CFB.

A cela s'ajoute qu'une autre Commission d'experts, placée sous la direction du Conseiller d'Etat zougais Hanspeter Uster, se penche actuellement sur la révision de l'art. 161 CPS qui réprime les délits d'initiés. Un projet devrait être soumis au Parlement à ce sujet. Or, la Circulaire contient précisément un chapitre sur « *l'usage abusif d'informations* ». Les risques de contradiction entre les deux textes sont flagrants.

Au vu de ce qui précède, au nom de la cohérence des règles de surveillance des marchés financiers, nous proposons de renoncer à l'adoption d'une telle Circulaire sur les abus de marché tant que les Commissions Zimmerli et Uster n'auront pas achevé leurs travaux respectifs sur le régime des sanctions et la révision de l'art. 161 CPS et tant que les Chambres fédérales n'auront pas adopté les nouvelles normes.

#### 4. Séparation des pouvoirs et principe de la légalité

Notre système juridique repose sur une garantie constitutionnelle fondamentale, la séparation des pouvoirs législatif, exécutif et judiciaire ou de poursuite.

En proposant le texte de la Circulaire, la CFB va au-delà de son rôle d'autorité en charge d'appliquer la loi (exécutif) et agit en qualité de législateur. On a vu ci-dessus qu'elle devance les Commissions Zimmerli et Uster mandatées par le Conseil fédéral et risque par conséquent de placer le Parlement, qui sera tôt ou tard amené à se prononcer sur les travaux des deux Commissions précitées, devant le fait accompli, sans respecter le processus législatif et démocratique usuel.

A cela s'ajoute que, en cas d'adoption de la Circulaire, la CFB sera amenée à agir en tant qu'autorité de poursuite et à sanctionner ses administrés par le biais de mesures à caractère pénal (retrait d'autorisation, suspension des « Gewährsträger »). Une telle concentration de pouvoir en main d'une seule autorité est difficilement compatible avec le principe de la séparation des pouvoirs.

Enfin, on peut légitimement douter que les articles invoqués par la CFB comme base légale de la Circulaire (article 1 et 6 LBVM et art. 3 al. 2 lit c. LBVM « activité irréprochable ») puissent être considérés comme suffisants, en droit suisse, pour édicter des sanctions « à caractère pénal » (principe « nulla poena sine lege »). La CFB semble d'ailleurs être consciente de cette lacune, car dans son « *Sanktionsbericht* » (§ 8.3 page 47 et §§ 9.2 et 9.3 pages 50ss), elle propose d'introduire un article 6a dans la LBVM intitulé « *abus de marché* » qui doit servir de base légale expresse à la répression des « abus de marché » par un futur « *Comité des sanctions* » qui serait « indépendant » de la CFB, afin de suffire aux exigences de la CEDH. Par conséquent, nous estimons que la Circulaire est difficilement compatible avec le principe de la légalité.

#### II. Commentaires particuliers

A titre subsidiaire, si le principe même d'une telle Circulaire devait être retenu malgré les arguments évoqués ci-dessus, nous souhaitons attirer votre attention sur les points suivants :

## 1. Inégalité de traitement

En premier lieu, la Circulaire crée une inégalité de traitement entre les intermédiaires financiers soumis à la surveillance de la CFB et les autres intervenants sur le marché qui échappent à ce contrôle : on peut penser notamment aux émetteurs et à leurs conseillers, aux autres acteurs professionnels (gérants de fortune, caisses de pension, assurances-vie, collectivités publiques et autres investisseurs institutionnels), etc.

Cette remarque vaut en particulier pour le chapitre de la Circulaire consacré à « *l'usage abusif d'informations* » (chapitre 3, notes marginales 10 et suivantes) qui ne touche que les banques, les négociants et les sociétés de direction de fonds, alors que des standards beaucoup moins rigoureux continueront à s'appliquer aux autres acteurs susmentionnés tant que le Parlement n'aura pas modifié l'article 161 CPS (délit d'initié) actuellement en vigueur, ou encore l'article 161bis (manipulation de cours).

Mais la Circulaire crée également des inégalités de traitement entre les intermédiaires financiers soumis à la surveillance de la CFB. Le projet octroie des dérogations aux « *market makers* » (point 4.6, notes marginales 39 et 40) et aux *chefs de file en matière de stabilisation de cours* dans le cadre d'introductions en bourse (point 4.5, note marginale 38), qui ne nous paraissent pas soutenables en l'état. Ces privilèges ne se justifient pas, car les « *market makers* » et les chefs de file concentrent souvent en leurs mains de nombreuses informations confidentielles susceptibles de conduire à une manipulation du marché. Il est donc difficilement compréhensible que la Circulaire prévoie un véritable « blanc seing » pour ces secteurs sensibles, sans fixer de cadre pour ce type d'activités pourtant particulièrement exposées à des abus de marché.

## 2. « Autres comportements abusifs » (chapitre 6 de la Circulaire, notes 52 et suivantes)

Ce chapitre est, à notre avis, l'un des plus contestables du projet. En effet, il décrit comme constitutive d'un abus de marché la violation de certaines obligations prévues à l'art. 11 de la Loi sur les bourses (LBVM) que les banques ont envers leurs clients et non pas vis-à-vis du marché. Cela concerne les notions de « *cours coupé* », de « *churning* » et de « *front running* » (notes marginales 54, 55, 56, 57, 58, 59 et 62). On voit mal comment de tels comportements – même s'ils sont répréhensibles – pourraient avoir un impact sur la formation des cours ; ils n'ont donc par leur place dans une telle Circulaire. On risque également d'aboutir à un cumul des sanctions, car les comportements en question sont déjà visés par les Règles de conduites pour négociants de l'ASB (ou encore la Directive

ASB sur le mandat de gestion pour le « churning ») et par la garantie de l'activité irréprochable (CFB). Nous proposons donc de supprimer les notes marginales en question.

Par ailleurs, vu le caractère pénal des sanctions souhaitées par la CFB, il est difficilement compatible avec le principe « nulla poena sine lege » de maintenir une liste exemplative des comportements soumis à sanction.

### 3. Autorégulation

Le principe de l'autorégulation est depuis longtemps ancré dans le cadre juridique suisse. Le 1<sup>er</sup> rapport de la Commission Zimmerli reconnaît d'ailleurs l'importance de cette pratique et souhaite que l'autorité de surveillance « *encourage la branche à poursuivre son autorégulation : cette dernière repose en Suisse sur une tradition qui a fait ses preuves et qui a été expressément reconnue par le Fonds Monétaire International dans le cadre de son programme d'évaluation du secteur financier (Financial Sector Assessment Programm FSAP)* » (Surveillance intégrée des marchés financiers, 1<sup>er</sup> rapport partiel de la Commission d'experts mis sur pied par le Conseil fédéral, juillet 2003, p. 28).

Or, la Circulaire semble vouloir remettre en cause la pertinence de l'autorégulation. A cet égard, nous évoquerons en particulier le chiffre 7.8, notes 90 et suivantes du projet, qui traite des analystes financiers.

Au lieu de se contenter de faire un simple renvoi aux Directives de l'ASB en vue de garantir l'indépendance de l'analyse financière, qui ont été approuvées en 2003 par la CFB et constituent un exemple typique d'autorégulation, le projet de Circulaire vient se superposer à ces dernières et va même plus loin qu'elles en introduisant de nouvelles règles :

- Il crée notamment, sans le définir, un nouvel abus appelé « *exploitation abusive d'informations d'analyse financière* ».
- Il semble exiger que le département d'analyse soit « *séparé* » de tous les autres secteurs d'activité (muraille de Chine), alors que l'ASB se contente d'exiger une séparation « *organisationnelle, hiérarchique et fonctionnelle* » et non pas une séparation physique.
- Il requiert la diffusion simultanée de la recherche à tous les destinataires internes et externes, alors que la Directive ASB n'exige que la diffusion simultanée à l'intérieur d'une *catégorie* de destinataires de la recherche.
- Il interdit toutes transactions des analystes dans les valeurs mobilières « *des émetteurs analysés* », alors que la Directive ASB

n'interdit à un analyste que les opérations sur les titres qu'il analyse personnellement.

- Note 93 : le projet érige en « information privilégiée » les résultats des analyses financières jusqu'à publication, ce qui pourrait conduire à une obligation d'isoler, strictement et physiquement, les départements de recherche « *buy et sell side* » de toutes les autres activités des négociants.

Au vu de ce qui précède, le chapitre consacré aux analystes financiers devrait être supprimé et remplacé par un simple renvoi aux Directives de l'ASB en vue de garantir l'indépendance de l'analyse financière. Il est difficilement compréhensible que la CFB revienne sur des règles d'autoréglementation qu'elle a expressément approuvées il y a moins d'un an et qu'elle a érigées en standards contraignants en les incluant dans le champ couvert par la révision externe des banques et des négociants.

Nous formulons la même remarque concernant la future Directive de l'ASB relative aux nouvelles émissions (IPO). Cette Directive est en ce moment discutée avec la CFB et sa publication est imminente. Nous relevons par ailleurs que, en l'état actuel du droit, la CFB n'a pas de compétence pour réglementer le marché primaire. Nous proposons donc de remplacer le chapitre 7.7 de la Circulaire « Emission de valeurs mobilières lors d'une introduction en bourse » par un simple renvoi à la Directive ASB.

#### **4. Rôle de la compliance**

La Circulaire donne un pouvoir et des responsabilités démesurées aux unités de compliance des banques et des négociants (notes marginales 67, 73, 79 et 82) et ceci au détriment des organes dirigeants des banques et des négociants. Or, en vertu notamment de la garantie d'une « *activité irréprochable* » que doivent fournir ces derniers, le contrôle interne et la gestion des risques a toujours fait partie de leurs prérogatives. Bien entendu, ces organes dirigeants sont assistés dans leurs tâches par des services spécialisés, telle que la compliance. Cette dernière ne peut donc que donner des recommandations et définir des règles à l'attention de la direction qui doit, en fin de compte, prendre elle-même les décisions, étant précisé qu'elle est la seule à détenir l'ensemble des informations et l'autorité nécessaires à cet effet.

La Circulaire devrait par conséquent respecter la cohérence du système actuellement en place et confirmer la compétence des organes dirigeants (direction) dans la prise de décision et la gestion des conflits d'intérêt posés par les activités du marché, avec l'assistance d'un service compliance. A

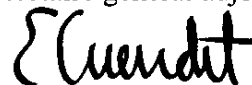
défaut, il conviendrait de procéder à une modification des bases légales y relatives.

\*\*\*\*\*

Nous vous remercions par avance de l'attention que vous voudrez bien porter aux arguments qui précèdent et vous prions d'agréer, Messieurs, l'expression de nos sentiments distingués.

ASSOCIATION DES BANQUIERS  
PRIVES SUISSES

Le Secrétaire général adjoint :



Edouard Cuendet