
Circulaire 2013/xy « Règles de conduite sur le marché »

Rapport explicatif (révision totale de la
Circ.-FINMA 08/38)

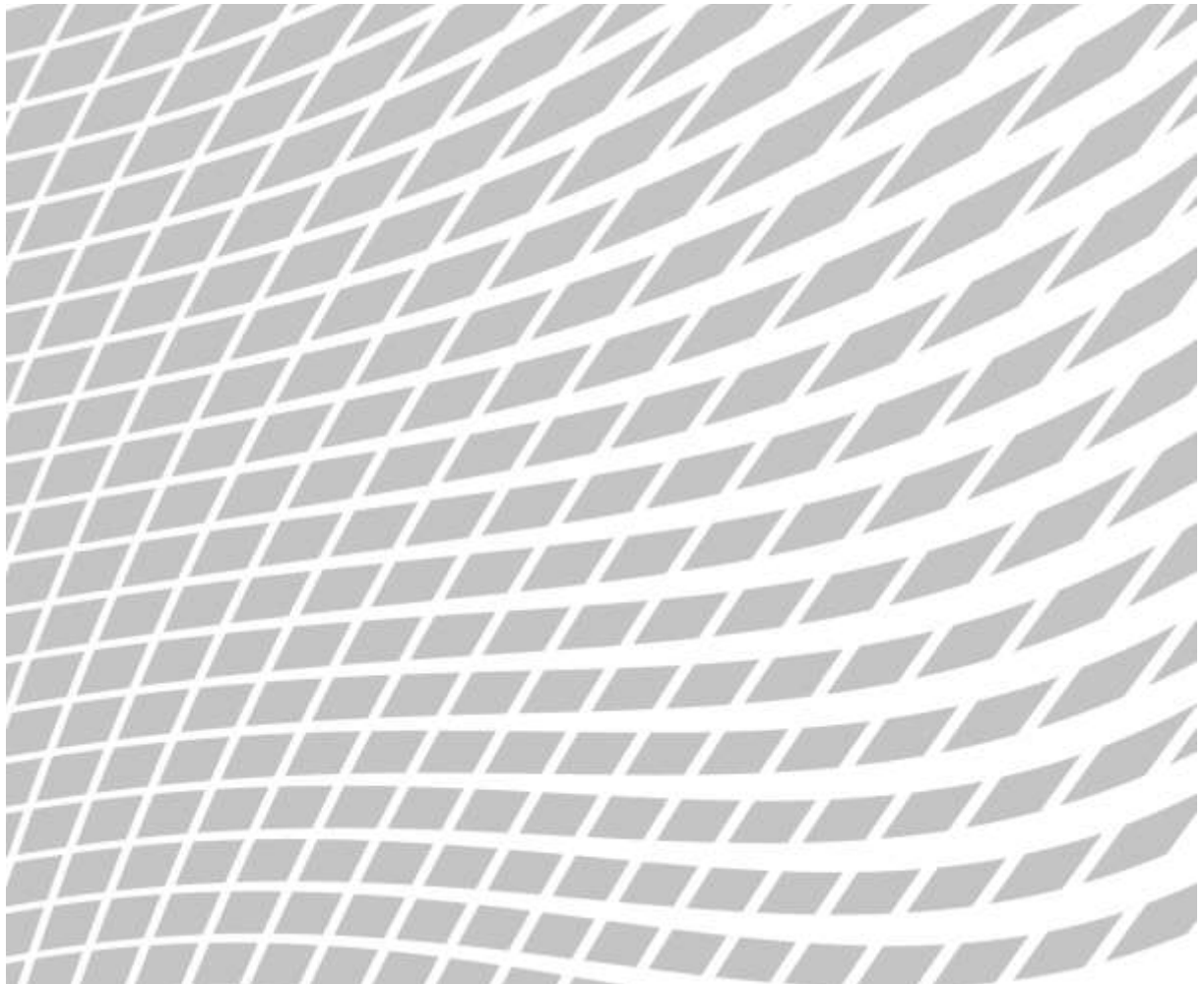


Table des matières

Eléments essentiels	3
Liste des abréviations	4
1 Introduction et contexte	6
2 Environnement national et international	6
3 Besoin de régulation et objectifs	7
4 Explications concernant le projet de circulaire	8
4.1 Observations générales	8
4.2 But	9
4.3 Champ d'application	9
4.4 Informations d'initiés	10
4.5 Exploitation des informations d'initiés	10
4.6 Manipulation du marché	11
4.7 Abus de marché sur le marché primaire, avec des valeurs mobilières étrangères ainsi que sur d'autres marchés	13
4.8 Devoirs d'organisation	14
4.8.1 Etendue	14
4.8.2 Traitement des opérations abusives sur le marché	14
4.8.3 Barrières à l'information / périmètres de confidentialité	16
4.8.4 Surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs	17
4.8.5 <i>Watch list</i> et <i>restricted list</i>	18
4.8.6 Devoirs d'enregistrement	18
4.8.7 Négoce à haute fréquence / Négoce algorithmique	18
4.8.8 Audit	19
4.8.9 Délai transitoire	19
5 Prochaines étapes	20

Éléments essentiels

1. Concrétisation des nouvelles bases légales fédérales établissant une surveillance générale du marché pour ce qui est du délit d'initiés et de la manipulation du marché.
2. Renforcement et précision des devoirs d'organisation ainsi qu'extension de leur champ d'application à tous les assujettis à la surveillance prudentielle.
3. Clarification conceptuelle du fait de la distinction opérée entre les règles de conduite sur le marché et celles relatives aux devoirs de loyauté au sens de l'art. 11 LBVM.

Liste des abréviations

AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
CFB	Commission fédérale des banques
CP	Code pénal suisse
DFF	Département fédéral des finances DFF
E-MiFIR	Proposition de la Commission européenne du 20 novembre 2011 concernant un Règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (EMIR) sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
LB	Loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne (loi sur les banques ; RS 952.0)
LBA	Loi fédérale du 10 octobre 1997 concernant la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme dans le secteur financier (loi sur le blanchiment d'argent ; RS 955.0)
LBVM rév.	Loi sur les bourses (LBVM) dans sa version adoptée par le Parlement fédéral le 28 septembre 2012
LBVM	Loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (loi sur les bourses ; RS 954.1)
LFINMA	Loi du 22 juin 2007 sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (loi sur la surveillance des marchés financiers ; RS 956.1)
LPCC	Loi fédérale du 23 juin 2006 sur les placements collectifs de capitaux (loi sur les placements collectifs ; RS 951.31)
Message	Message du 31 août 2011 relatif à la modification de la loi sur les bourses (délits boursiers et abus de marché) ; FF 2011 6329
MiFID	Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers

OB	Ordonnance du 17 mai 1972 sur les banques et les caisses d'épargne (ordonnance sur les banques ; RS 952.02)
OBA-FINMA	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 8 décembre 2010 sur la prévention du blanchiment d'argent et du financement du terrorisme (ordonnance de la FINMA sur le blanchiment d'argent ; RS 955.033.0)
OBVM	Ordonnance du 2 décembre 1996 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (ordonnance sur les bourses ; RS 954.11)
OBVM-FINMA	Ordonnance du 25 octobre 2008 de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (ordonnance de la FINMA sur les bourses ; RS 954.193)
P-MAD	Proposition de la Commission européenne du 20 octobre 2011 concernant une Directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché (projet <i>Market Abuse Directive</i>)
P-MAR	Proposition de la Commission européenne du 20 octobre 2011 concernant un Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (projet <i>Market Abuse Regulation</i>) dans sa version <i>Amended proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) – Presidency compromise</i> (2011/0295 [COD]) du 3 septembre 2012
P-MiFID II	Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (refonte, adoptée le 26 octobre 2012)
P-OBVM	Projet de modification de l'ordonnance sur les bourses (OBVM) dans sa version soumise à audition le 15 novembre 2012

1 Introduction et contexte

Sur proposition du Conseil fédéral, le Parlement fédéral a approuvé, en septembre 2012, une révision de la loi sur les bourses (LBVM ; RS 954.1). Cette modification instaure, tant sur le plan pénal que du droit de la surveillance, des normes qui élargissent la définition de comportements abusifs sur le marché et tiennent compte de la réglementation internationale. Il s'agit notamment de redéfinir la norme pénale relative aux initiés, de préciser l'infraction de manipulation de cours et d'établir des infractions d'application générale en droit de la surveillance pour les comportements illicites. Dans le cadre de la lutte prudentielle contre les abus de marché, le Conseil fédéral obtient désormais la compétence d'édicter des prescriptions concernant les comportements licites. La révision de la loi sur les bourses et les dispositions d'exécution y afférentes de l'ordonnance sur les bourses (OBVM ; RS 954.11) entreront vraisemblablement en vigueur au 1^{er} mai 2013.

C'est donc la première fois dans le droit de la surveillance que seront instaurées des dispositions légales concrètes qui interdiront le délit d'initiés et les manipulations de marché à toutes les personnes morales ou physiques. Jusqu'alors, la surveillance des établissements constituait la base de la surveillance du marché par la FINMA au sens du droit de la surveillance, et la FINMA comme la Commission fédérale des banques (CFB), l'autorité qui l'a précédée, ne pouvait, jusqu'à présent, faire respecter les règles de conduite sur le marché qu'à l'encontre des acteurs du marché assujettis. Avec la circulaire FINMA 2008/38 « Règles de conduite sur le marché », la FINMA (respectivement la CFB) a établi, depuis le 1^{er} mai 2008, les règles applicables à la surveillance du comportement des acteurs du marché assujettis lors de l'exécution d'opérations sur valeurs mobilières. Dans le contexte de nouvelles dispositions dans les loi et ordonnance sur les bourses, la Circ.-FINMA 08/38 doit être entièrement révisée.

2 Environnement national et international

Le Parlement a adopté les dispositions révisées de la loi sur les bourses en septembre 2012. L'ordonnance sur les bourses a elle aussi été adaptée ; fondées sur les normes de délégation correspondantes, de nouvelles dispositions d'exécution ont ainsi été édictées concernant l'exploitation licite d'informations d'initiés (cf. art. 33e al. 2 LBVM rév.) et les comportements licites sur le marché, en particulier ceux entrant dans le cadre des mesures de stabilisation des prix et des programmes de rachat (cf. art. 33f al. 2 LBVM rév.). Une audition publique relative à ces adaptations de l'ordonnance sur les bourses a eu lieu du 15 novembre au 17 décembre 2012. Certaines dispositions de l'ordonnance ont été traduites concrètement par la Bourse dans le cadre de ses compétences d'autorégulation ainsi que par la Commission des offres publiques d'acquisition pour ce qui est des programmes de rachat. L'actuel projet de circulaire intègre déjà les nouvelles dispositions d'exécution de l'ordonnance sur les bourses (P-OBVM).

Différents projets de réglementation qui traitent, en partie, des règles de conduite sur le marché et dont l'application aura également des répercussions sur les acteurs du marché en Suisse, sont actuellement en cours d'élaboration au niveau international, notamment dans l'UE. La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, ainsi que les dispositions d'exécution y afférentes, définissent le cadre juridique commun actuellement applicable pour préserver l'intégrité des marchés financiers et fixent ce qui est qualifié d'opérations d'initiés ou de manipulations de marché et illicite. Les dispositions en vigueur actuellement sont renforcées dans la proposition de la Commission européenne du 20 octobre 2011 concernant un Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché et les projets réglementaires du Conseil européen qui s'en prévalent (projet *Market Abuse Regulation*, P-MAR). Le P-MAR prévoit notamment que le champ d'application soit étendu et que, par exemple, les marchés des matières premières et des instruments dérivés qui y sont liés tombent également sous le coup de l'interdiction des abus de marché. Par ailleurs, la manipulation des taux d'intérêt de référence relèverait explicitement de l'infraction de manipulation de marché. Il convient en outre d'évoquer ici la révision de la Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID ; désormais P-MiFID II et P-MiFIR), qui introduit également ponctuellement de nouvelles dispositions relatives au négoce algorithmique et au négoce à haute fréquence.

3 Besoin de régulation et objectifs

La Circ.-FINMA 08/38 transcrit la pratique de la FINMA dans la lutte contre les comportements abusifs sur le marché. En raison des nouvelles dispositions introduites dans les loi et ordonnance sur les bourses, il convient d'éviter qu'apparaissent des chevauchements, contradictions ou lacunes indésirables dans la réglementation FINMA. Il faut donc supprimer de la Circ.-FINMA 08/38 en vigueur les contenus qui sont régis à un niveau normatif supérieur ainsi que procéder aux interprétations et aux concrétisations relatives aux nouvelles dispositions et adapter les explications existantes à ce sujet.

Par ailleurs, la FINMA a profité de l'occasion offerte par la révision de la Circ.-FINMA 08/38 pour adapter ou préciser les dispositions existantes à l'aune des expériences accumulées au cours des dernières années de pratique. A cet égard, les prescriptions relatives à l'organisation en ce qu'elles découlent des exigences de garantie d'une activité irréprochable sont étendues à l'ensemble des assujettis à la surveillance prudentielle ; de plus, la circulaire doit désormais se concentrer sur la surveillance du marché prise dans son acception classique (cf. ch. 4.1 concernant les prescriptions relatives à l'organisation et la distinction opérée avec la thématique de la bonne foi).

4 Explications concernant le projet de circulaire

4.1 Observations générales

Par rapport à la circulaire actuelle, le projet de circulaire présente les modifications majeures suivantes :

Désormais, l'interdiction des délits d'initiés et des manipulations de marché s'étend à l'ensemble des acteurs du marché et l'art. 34 LBVM rév. introduit la surveillance dite générale du marché. Concrètement, la FINMA ne pourra plus seulement user de ses instruments de surveillance que sont l'obligation de renseigner, la décision en constatation, la publication d'une décision en matière de surveillance et la confiscation du gain acquis à l'encontre des personnes physiques ou morales qui lui sont assujetties, mais aussi à l'encontre de l'ensemble des personnes qui contreviendront aux interdictions d'exploitation d'informations d'initiés (art. 33e LBVM rév.) ou de manipulation du marché (art. 33f LBVM rév.). Le projet de circulaire comporte, par conséquent, une partie qui s'applique à l'ensemble des acteurs du marché, et une autre qui comporte des prescriptions spécifiques à certains acteurs du marché, ceux assujettis à la FINMA (cf. ch. 4.3).

Le projet de circulaire renonce à définir les états de fait constitutifs de comportement illicite sur le marché, ces états de fait étant désormais intégrés dans la loi sur les bourses. Les explications matérielles commencent, par conséquent, par une interprétation des infractions légales (cf. ch. 4.4 à 4.6).

Pour ce qui est de la manipulation du marché, une énumération non exhaustive présente les comportements qui peuvent être sanctionnés au titre de la violation de l'art. 33f LBVM rév. (cf. ch. 4.6). En revanche, les énumérations recensant les comportements et opérations sur valeurs mobilières¹ qui étaient autorisés ont pour la plupart pu être supprimées. Dans la mesure où elles ne sont pas déjà explicitement appréhendées au niveau supérieur du droit, leur teneur matérielle sert à concrétiser les infractions d'exploitation des informations d'initiés et de manipulation du marché.

Après refonte, les devoirs d'organisation ne s'imposent désormais plus seulement aux négociants en valeurs mobilières, mais à l'ensemble des personnes assujetties à la surveillance prudentielle, et donc également aux banques, groupes et conglomérats financiers, entreprises d'assurance, groupes et conglomérats d'assurance, bourses et organisations analogues à des bourses, directions de fonds, SICAV, sociétés en commandite de placements collectifs, SICAF, banques dépositaires et gestionnaires de placements collectifs. Ils ne sont pas seulement assujettis à la surveillance générale du marché en tant qu'acteurs du marché, mais doivent également remplir des exigences spécifiques en matière de garantie d'une activité irréprochable et sont soumis à l'obligation générale de publier, de renseigner et d'annoncer de l'art. 29 LFINMA. Les responsabilités particulières que leur confère leur position sur le marché financier justifie d'exiger des assujettis cités une organisation qui simplifie et favorise l'identification précoce et la prévention des comportements abusifs sur le marché. L'extension de ces exigences à l'ensemble des personnes assujetties à la surveillance prudentielle de la FINMA

¹ Cf. Cm 15 ss et 30 ss Circ.-FINMA 08/38.

correspond à la teneur uniforme de la notion de garantie d'une activité irréprochable et d'organisation adéquate de l'entreprise pour ce qui est du comportement sur le marché et met fin à la focalisation sur les seuls négociants en valeurs mobilières. Le projet de circulaire souligne toutefois clairement que les devoirs d'organisation ne s'appliquent pas de la même manière à tous les destinataires, mais qu'ils doivent être remplis en tenant compte de l'activité, de la taille et de la structure spécifiques à chaque assujetti sur la base de l'estimation du risque établie (cf. ch. 4.8.1).

Enfin, le projet de circulaire ne comprend plus de dispositions relatives au principe de la bonne foi vis-à-vis des clients. Selon le Cm 6 de la Circ.-FINMA 08/38, celles-ci devaient être observées non seulement par les négociants en valeurs mobilières, mais également par les banques sans statut de négociant en valeurs mobilières ainsi que par certains titulaires d'autorisation au sens de l'art. 13 LPCC (loi sur les placements collectifs, RS 951.31) du fait des exigences de garantie d'une activité irréprochable. Dans le projet de circulaire, la renonciation aux explications relatives aux devoirs des personnes assujetties concernant la bonne foi a pour but de créer une clarification conceptuelle, mais ne signifie pas que la FINMA se distancie d'une surveillance ou de l'application de ce point précis. La pratique de la FINMA concernant la garantie d'une activité irréprochable et les dispositions d'autorégulation s'y rapportant restent valables, comme c'était déjà le cas avant l'entrée en vigueur de la Circ.-FINMA 08/38. Si la FINMA entendait, à l'avenir, édicter ses propres dispositions dans ce domaine, elle le ferait à l'endroit qui convient pour ce faire.

4.2 But

Les dispositions quant au but sont adaptées aux nouvelles bases légales et renforcées. Le projet de circulaire se donne pour objectif la concrétisation des infractions à la loi sur les bourses en rapport avec le comportement sur le marché ainsi que des dispositions d'exécution de l'ordonnance sur les bourses. Par ailleurs, il garantit que les personnes assujetties à la FINMA instaurent une organisation qui permette d'empêcher et de détecter tout comportement illicite sur le marché. Le Cm 3 en vigueur jusqu'alors est supprimé, les bases légales figurant déjà sur la page de garde du projet de circulaire.

4.3 Champ d'application

La loi sur les bourses a étendu le champ d'application des dispositions relatives à l'exploitation des informations d'initiés et à la manipulation du marché à l'ensemble des personnes physiques et morales (cf. ch. 4.1). Le champ d'application de la Circ.-FINMA 08/38 est adapté en conséquence, aux Cm 3 à 5 du projet de circulaire. Les Cm 1 à 31 du projet de circulaire s'appliquent à la totalité des acteurs du marché. Cette extension du champ d'application se concrétise dans le tableau figurant sur la page de garde du projet de circulaire, par une colonne supplémentaire « Tout autre acteur du marché » placée à la rubrique LBVM. Les Cm 32 à 35 s'appliquent de manière complémentaire aux personnes assujetties citées au Cm 5, alors que les devoirs d'organisation prescrits au chapitre VII du projet de circulaire sont applicables de manière complémentaire aux personnes assujetties citées au Cm 4.

Le Cm 5 de la Circ.-FINMA 08/38 concernant le traitement pour le compte de clients d'opérations sur valeurs mobilières qui ne sont pas compatibles avec les exigences relatives aux opérations d'initiés et

les manipulations du marché est reclassé dans les devoirs d'organisation sous le nouveau Cm 38. Désormais, il ne s'adresse plus uniquement aux négociants en valeurs mobilières, mais à tous les assujettis cités au Cm 4 du projet de circulaire. Le Cm 6 de la Circ.-FINMA 08/38 qui déclare que certaines dispositions de la circulaire en vigueur jusqu'alors s'appliquent également aux banques sans statut de négociant en valeurs mobilières et aux titulaires au sens de la loi sur les placements collectifs est supprimé, les devoirs d'organisation étant désormais directement applicables aux assujettis cités au Cm 4 du projet de circulaire.

4.4 Informations d'initiés

Le chapitre III du projet de circulaire précise, en introduction, les différents éléments constitutifs de la notion d'information d'initié telle qu'elle est employée aux art. 33e et 40a LBVM rév. et définie à l'art. 2 let. f LBVM rév. La notion d'« information d'initié » s'appuie étroitement sur la doctrine et la jurisprudence attachées à la notion de « faits confidentiels » au sens de l'art. 161 CP en vigueur qui sera également utilisée dans le nouveau régime d'après le message relatif à la modification de la loi sur les bourses. Cela vaut également pour les notions de « confidentialité » et d'« influence notable sur le cours de valeurs mobilières » qui auront le même sens que celui dans lequel elles étaient utilisées jusqu'alors².

4.5 Exploitation des informations d'initiés

Le chapitre IV du projet de circulaire comprend des dispositions d'exécution relatives à l'art. 33e LBVM rév. Le Cm 9 définit la notion d'instruments dérivés et précise que les valeurs mobilières admises au négoce en Suisse constituent le point de départ central de l'exploitation d'une information d'initié. En revanche, s'il s'agit de juger, dans le champ d'application de l'art. 33e rév. LBVM, du recours à des instruments financiers qui dérivent de ces valeurs mobilières, il importe peu, contrairement à la pratique propre aux valeurs mobilières elles-mêmes, que ces instruments financiers soient standardisés et qu'ils soient négociés sur des bourses ou hors de ces dernières, en Suisse ou à l'étranger³.

Le Cm 10 reprend le principe déjà entériné sur le fond jusqu'à présent, selon lequel les transactions réalisées suite à une information d'initié ne sont pas les seules à tomber sous le coup de l'interdiction d'exploitation des informations d'initiés, mais qu'il en est de même pour l'omission d'une transaction ayant fait l'objet d'un ordre antérieur, si cette transaction a été écartée en raison de l'obtention d'une information d'initié dans l'intervalle ayant suivi la passation de l'ordre. Une disposition de même ordre figure dans les projets de révision de la Directive européenne relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché (art. 3 let. a P-MAD) et de nouveau Règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (art. 7 al. 3 P-MAR).

L'art. 33e al. 1 let. c LBVM rév. interdit l'exploitation d'une information d'initié par octroi d'une recommandation à un tiers concernant l'acquisition ou l'aliénation de valeurs mobilières ou l'utilisation d'ins-

² Cf. Message, FF 2011 6329, ici 6354.

³ Pour l'infraction au sens de l'art. 40 LBVM rév., cf. Message, FF 2011 6329, ici 6342 et 6362.

truments dérivés de ces dernières. Le Cm 11 précise qu'une information reçue par ce tiers – le bénéficiaire du conseil – est quand même une information d'initié si le bénéficiaire du conseil savait ou devait réaliser, compte tenu des circonstances de la recommandation, que ce conseil reposait sur une information d'initié. Cette précision répond aux normes internationales⁴ ainsi qu'aux attentes des acteurs du marché.

Le Cm 12 pose clairement que le *scalping* peut également être compris dans le domaine d'application de l'art. 33e al. 1 let. a LBVM. Il est en l'occurrence décisif que la recommandation relative à l'acquisition ou à la cession de valeurs mobilières présente les caractéristiques d'une information d'initiés, c'est-à-dire en particulier qu'elle soit susceptible d'influencer notamment le cours des valeurs. Ce comportement n'est pas abusif quand la personne à l'origine de la recommandation rend compte de manière transparente qu'elle a elle-même des positions dans les valeurs concernées ou qu'elle détient des instruments financiers dérivés⁵.

4.6 Manipulation du marché

Le chapitre V du projet de circulaire comprend des dispositions d'exécution relatives à l'art. 33f LBVM rév. Le Cm 13 décrit les canaux usuels par l'intermédiaire desquels les informations sont diffusées auprès du public et ne doit donc pas être considéré comme exhaustif. Outre la publication par le biais des médias et des portails d'informations financières, la diffusion de nouvelles, de rumeurs ou assimilées par des négociants en valeurs mobilières ou d'autres personnes en mesure de propager ces informations au sein d'une large couche d'investisseurs entre par exemple aussi en ligne de compte.

Les personnes qui ont recours au négoce algorithmique doivent garantir que les saisies générées dans le carnet d'ordres et les conclusions n'envoient pas de signaux trompeurs pour la formation des prix. Ce principe ancré au Cm 14 du projet de circulaire pose clairement que le fait qu'un comportement de négoce ait été généré par un moyen technique n'exonère pas de sa responsabilité en cas de violation de l'art. 33f LBVM rév. Ces signaux peuvent prendre la forme d'un grand nombre de saisies et de suppressions générées par algorithme dans le carnet d'ordres sans qu'elles soient l'expression d'une volonté d'achat ou de vente d'une valeur mobilière, mais qui provoquent un ralentissement des autres acteurs du marché et visent à dissimuler sa propre stratégie (*quote stuffing*). Les saisies dans le carnet d'ordres et les conclusions générées par algorithme dans le but de créer ou de renforcer des tendances (*momentum ignition*), d'augmenter la volatilité ou d'inciter d'autres acteurs du marché à réaliser certaines opérations constituent elles aussi des signaux trompeurs. Dans cette même catégorie figure également la génération très rapide d'ordres successifs par le système de négoce qui sont saisis en excès d'un côté du carnet d'ordres dans l'intention de générer une conclusion de l'autre côté du carnet d'ordres (*layering* ou *spoofing*).

Les Cm 17 à 27 décrivent, à titre d'exemples, des comportements qui contreviennent à l'art. 33f LBVM rév. Il s'agit en l'occurrence de formes de manipulations typiques et connues pour lesquelles les

⁴ Cf. art. 7 ch. 6 P-MAR et FSA-Factsheet « *Why market abuse could cost you money – The revised Code of market Conduct is here to help protect you* », juin 2008, p. 3.

⁵ Cf. Message, FF 2011 6329, ici 6357.

termes techniques d'usage sont parfois indiqués. L'énumération est donc schématique, non exhaustive et a pour but premier de donner aux utilisateurs un aperçu des abus connus. Il va toutefois de soi que la FINMA est toujours tenue de juger, dans le cadre de son activité de surveillance, un cas concret et son éventuelle violation de l'art. 33f LBVM rév. Des précisions sont apportées ci-après sur une sélection de cas-types :

Les acquisitions ou cessions de valeurs mobilières pour donner à tort l'impression d'une activité du marché sont à considérer comme manipulatoires. Et ce, indépendamment du fait que la personne exécutante négocie avec elle-même (*wash trades*) ou que des accords aient été passés avec des tiers (*matched orders, daisy chains*) ou non (Cm 19 à 21). Il n'est pas impératif non plus que les opérations manipulatoires entraînent d'elles-mêmes une altération des prix ou que cette dernière soit induite par des tiers ou encore que le mouvement escompté sur les prix n'ait pas lieu.

Le marché d'une valeur mobilière donnée peut se contracter si, par exemple, une poignée de personnes en détiennent des quantités importantes et que le flottant (*free float*) est proportionnellement faible. Dans ce cas de figure, le prix des valeurs mobilières peut être relativement facilement influencé par un renforcement des positions ou leur dépôt auprès d'un tiers (*parking*). Si ces transactions sont effectuées avec l'intention de créer un mouvement sur les prix des valeurs mobilières (par ex. par l'intermédiaire d'un *squeeze*), elles sont illicites (Cm 22).

Il est également interdit d'exercer une influence sur les prix des matières premières dans l'intention d'en profiter par le biais d'acquisitions ou de cessions d'instruments dérivés de ces dernières (par ex. dérivés standardisés ou non standardisés) (Cm 25). Ce serait par exemple le cas si un acteur du marché suisse exerçait une influence sur les prix de l'électricité pour en profiter en réalisant, en Suisse, des opérations sur des dérivés tels que les *futures* ou les *forwards*. En Suisse, le procédé présenté constitue un abus de marché, puisque, dans le cas présent, le marché suisse des valeurs mobilières a été influencé.

Les saisies dans le carnet d'ordres doivent s'accompagner d'une véritable intention d'acheter ou de vendre (Cm 26 et 27). La génération d'un excès d'ordres ou le placement d'ordres dans l'objectif de donner l'apparence d'un attrait du marché et exercer une influence sur les prix sont interdits. Une disproportion durable entre le volume du carnet d'ordres et le volume de conclusions pour une valeur mobilière donnée est un signe de manipulation du marché.

Les Cm 29 à 31 décrivent explicitement les comportements et opérations sur valeurs mobilières licites qui n'entrent en aucun cas dans le champ d'application de l'art. 33f LBVM rév. : il convient notamment ici d'aborder le cas du *market making*. Il s'agit d'une activité soumise à autorisation dans certaines circonstances (art. 3 al. 4 OBVM) qui a un rôle essentiel pour le bon fonctionnement du marché. Les teneurs de marché (*market maker*) saisissent simultanément des ordres d'achat et de vente dans le carnet d'ordres, générant ainsi un apport supplémentaire de liquidités et une réduction des écarts achat-vente. Sous cet angle, le *market making* n'intervient toutefois pas dans l'évolution durable des cours sur le marché, mais suit l'évolution des cours avec des services de cours acheteurs et vendeurs. Si les services de cours acheteurs et vendeurs n'interviennent pas simultanément, que des liquidités de montant inégal sont mises à disposition du côté des achats et du côté des ventes avec des écarts différents par rapport au prix du marché ou que des positions longues ou courtes sont durablement

adoptées sur certaines valeurs mobilières, il s'agit de comportements qui ne ressemblent pas à du *market making* au sens du Cm 29. Ces comportements peuvent être manipulateurs.

4.7 Abus de marché sur le marché primaire, avec des valeurs mobilières étrangères ainsi que sur d'autres marchés

Les art. 33e et 33f LBVM rév. protègent le négoce licite de valeurs mobilières admises sur les bourses et organisations analogues en Suisse. Les délits d'initiés ou les manipulations peuvent naturellement intervenir aussi avec des valeurs mobilières étrangères ou sur d'autres marchés, mais ces procédés soit tombent sous le coup de normes pénales ou prudentielles étrangères, soit ne font pas actuellement l'objet d'une réglementation particulière en Suisse, comme c'est le cas par exemple des manipulations des taux de référence ou des indices de référence, ou seulement indirectement, dès lors qu'ils ont des répercussions sur le marché suisse des valeurs mobilières. La surveillance générale introduite par l'actuelle révision de la loi sur les bourses se limite donc à des mesures d'interdictions destinées à protéger le marché suisse des valeurs mobilières.

La situation qui découle de l'exigence d'une activité irréprochable (garantie d'une activité irréprochable) qui s'impose dans la durée aux assujettis à la FINMA est tout autre. Outre le respect général de la législation applicable, cette garantie d'une activité irréprochable prévoit notamment le principe de bonne foi dans les relations commerciales, ce qui englobe des obligations en matière de comportement qui sont propres à la profession et ne sont pas nécessairement retranscrites dans des dispositions légales matérielles. C'est la raison pour laquelle il est précisé aux Cm 32 à 35 du projet de circulaire, qui retranscrivent ce faisant la pratique de longue date de la FINMA, que les interdictions prévues aux art. 33e et 33f LBVM rév. en cas de délit d'initiés ou de manipulations de valeurs mobilières sur le marché primaire, avec des valeurs mobilières étrangères ainsi que sur d'autres marchés, tels que les marchés des matières premières, des devises ou des taux, sont applicables par analogie aux personnes devant présenter la garantie d'une activité irréprochable. Sur ces marchés, les opérations qui contreviennent à l'égalité des chances et à l'équité ou qui induisent en erreur d'autres acteurs du marché ne se distinguent pas des abus commis dans le commerce (suisse) des valeurs mobilières et sont donc également interdites au regard de la garantie d'une activité irréprochable. Il ne s'agit pas en cela d'une nouvelle orientation, mais d'une prise en compte de la longue pratique de la FINMA (et de la CFB) en rapport avec la notion de garantie d'une activité irréprochable. Cette disposition ne constitue pas une extension de la surveillance par rapport à son niveau actuel, elle permet, néanmoins, de souligner que ces mêmes opérations sur des marchés autres que ceux concernés par la loi sur les bourses contredisent également les exigences d'une activité irréprochable. En appliquant systématiquement la notion uniforme de garantie d'une activité irréprochable et en transposant la pratique existante de la FINMA, cette disposition s'applique donc – contrairement aux devoirs d'organisation suivants – également aux intermédiaires financiers directement assujettis à la FINMA. Là encore, il ne s'agit pas d'une extension à d'autres domaines de la surveillance des intermédiaires financiers directement assujettis.

4.8 Devoirs d'organisation

4.8.1 Etendue

Les devoirs d'organisation peuvent en principe être appliqués à tous les assujettis à la surveillance prudentielle et ne sont plus limités aux seuls négociants en valeurs mobilières (cf. ch. 4.1). Des assujettis aux organisations et aux activités très disparates sont tenus d'appliquer ces règles, raison pour laquelle flexibilité et adéquation joueront un rôle important dans leur application concrète. C'est pourquoi les devoirs d'organisation à respecter sont (uniquement) fonction de l'activité, de la taille et de la structure spécifiques à l'assujetti concerné. Ce principe supérieur est ancré au Cm 36 et précède désormais le chapitre.

Les assujettis sont tenus d'analyser les risques qui résultent de leur activité, de leur taille et de leur structure. Cette estimation du risque doit être établie au besoin, mais au moins une fois par an. Elle sert de base pour définir les mesures organisationnelles nécessaires au respect du projet de circulaire. L'estimation du risque et les mesures définies permettent d'appréhender dans quelle mesure un assujetti est concerné par le projet de circulaire, quelles en seront les conséquences sur le plan organisationnel dans son cas particulier et à qui elles s'appliqueront. Il est envisageable que l'exécution des tâches prescrites au chapitre VII du projet de circulaire puisse être abandonnée sur la base de l'estimation du risque (cf. par exemple Cm 46 ss). En cas de risque minimal, cette renonciation peut aller jusqu'à la négligence totale des devoirs d'organisation. Elle doit être justifiée (*comply or explain*). Tant l'estimation du risque que les mesures définies sur cette base doivent être portées à la connaissance des organes dirigeants et soumises à la société d'audit. Cette approche permet d'une part aux assujettis concernés d'adapter au moins partiellement leurs situations effectives aux préliminaires prudentiels qui leur sont applicables, tout en garantissant que chaque assujetti se penche, au moins une fois par an, de manière approfondie, sur les exigences organisationnelles du chapitre VII du projet de circulaire. D'autre part, les sociétés d'audit bénéficient ainsi d'un point de départ standardisé pour les activités d'audit concernant le respect du projet de circulaire.

4.8.2 Traitement des opérations abusives sur le marché

S'il y a des indices manifestes que des informations d'initiés sont exploitées lors d'opérations sur des valeurs mobilières pour le compte de clients ou que le marché connaît des manipulations, les assujettis sont dans l'obligation d'en rechercher les causes et, le cas échéant, de renoncer à participer. Une surveillance et une clarification systématiques ne sont toutefois pas requises. Déjà reconnu et ancré au Cm 5 de la Circ.-FINMA 08/38, ce principe qui se fonde sur les dispositions correspondantes relatives à la garantie d'une activité irréprochable et à l'organisation, est conservé ; toutefois, il est désormais applicable à l'ensemble des assujettis à la surveillance prudentielle (cf. ch. 4.1 et 4.8.1). L'adaptation linguistique n'étend pas les règles applicables jusqu'alors, mais en rend compte et sert à prévenir tout malentendu. Une violation des règles de conduite ne doit pas être avérée, des indices flagrants de son existence suffisent.

Il n'en va pas de même pour les obligations de surveillance et de clarification en matière de blanchiment d'argent : en vertu des art. 40 al. 2 et 40a al. 2 LBVM rév., le délit d'initiés et la manipulation de

cours, nouvellement qualifiés, constituent des infractions sous-jacentes au blanchiment d'argent. C'est la raison pour laquelle le Cm 38 contient une réserve relative aux obligations de surveillance et de clarification requises en relation avec le blanchiment d'argent. Le but de la circulaire n'étant pas de concrétiser les obligations de diligence LBA, le projet de circulaire ne donne aucune autre précision sur les obligations qui incombent à l'assujetti en cas d'infractions sous-jacentes au blanchiment d'argent.

Pour toutes les exigences concrètes liées à la mise en œuvre des obligations de diligence au sens de la loi sur le blanchiment d'argent (LBA), c'est l'ordonnance de la FINMA sur le blanchiment d'argent (OBA-FINMA ; RS 955.033.0) qui est applicable. Cette dernière n'impose pas non plus aux intermédiaires financiers une clarification systématique de l'ensemble des transactions. Conformément à l'art. 19 OBA-FINMA, il s'agit bien plus d'appliquer une approche fondée sur le risque. Par conséquent, les intermédiaires financiers doivent adopter, moyennant une charge appropriée, des mesures organisationnelles permettant d'identifier les indices laissant présumer, de la part de leurs clients, des opérations de blanchiment d'argent en relation avec l'art. 40 al. 2 et avec l'art. 40a al. 2 LBVM rév.

Dans le contexte du délit d'initié, les clients qui, du point de vue du titre négocié, sont des initiés dits primaires (art. 40 al. 1 LBVM rév.) peuvent être un exemple d'indice de blanchiment d'argent. De même, des transactions qui rapportent des gains considérables ou, au contraire, permettent d'éviter des pertes conséquentes, qui s'écartent du comportement d'investissement habituel du client ou encore qui sont exécutées juste avant la publication de faits ayant une influence notable sur les cours sont autant d'indices de blanchiment d'argent. Pour ce qui est des manipulations de cours, l'achat ou la vente d'un même titre, dans les mêmes quantités, pour le compte d'un seul et même ayant droit économique, lui permettant d'obtenir des gains considérables ou, au contraire, d'éviter des pertes conséquentes, peuvent constituer des indices de blanchiment d'argent. Si l'on considère les deux infractions pénales, des transactions qui sont traitées via le compte / dépôt d'une société de domicile par le propriétaire de cette dernière peuvent être considérées comme un indice de blanchiment d'argent. Les indices cités signalent les relations d'affaires ou transactions présentant des risques accrus au sens des art. 12 et 13 OBA-FINMA. Les indices pris séparément ne permettent pas, en règle générale, de fonder un soupçon suffisant de l'existence d'une opération de blanchiment. Cependant, le concours de plusieurs de ces éléments peut en indiquer la présence (voir A1 Annexe OBA-FINMA).

Dans le cadre de l'application de la Circ.-FINMA 08/38, la question de savoir si et dans quelle mesure un assujetti qui constate des abus doit les annoncer à la FINMA s'est posée à maintes reprises. Concrètement, la question posée est celle de l'application de l'art. 29 al. 2 LFINMA selon lequel les assujettis renseignent la FINMA sur tout fait important susceptible de l'intéresser. Le Cm 39 du projet de circulaire prévoit désormais une annonce pour les affaires qui sont en contradiction avec les deux interdictions relevant du droit de la surveillance. Par conséquent, il convient de n'annoncer que les opérations d'initiés ou les manipulations de marché qui sont identifiables en tant que telles. Les opérations qui ne peuvent pas être jugées comme abusives par l'assujetti en vertu des informations qu'il a en sa possession ou auxquelles il a accès ne sont pas concernées. Une seconde condition doit être réalisée, à savoir que l'opération abusive présente un risque essentiel (par ex. un risque de réputation) pour l'assujetti ou pour la place financière. Cette restriction signifie en pratique que les cas minimes ou bagatelles peuvent être négligés et qu'en règle générale, seules les violations les plus graves doivent être annoncées. La prise en compte de la situation de risque permet de garantir que le champ d'appli-

cation reste limité aux faits essentiels pour la surveillance (cf. message du 1^{er} février 2006⁶ concernant la loi fédérale sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers).

Au sein des autorités de surveillance étrangères, les signalements réalisés par le secteur financier ont déjà largement contribué à empêcher et à découvrir des abus de marché. Dans le cadre de la directive relative aux manipulations de marché en vigueur, le droit européen prévoit, quant à lui, déjà explicitement une obligation de dénoncer des entreprises de prestations de services financiers en cas de soupçon justifié de délit d'initié ou de manipulation du marché. Le Cm 39 du projet de circulaire garantit que la FINMA peut également réagir efficacement et avec le moins de décalage possible aux cas d'abus significatifs sur le marché suisse des valeurs mobilières, même si la portée de l'obligation d'annonce est beaucoup plus limitée que ne l'est la norme dans l'UE.

4.8.3 Barrières à l'information / périmètres de confidentialité

Les dispositions relatives aux barrières à l'information et aux périmètres de confidentialité figurant dans la Circ.-FINMA 08/38 sont renforcées et condensées. Comme l'ensemble du chapitre VII, elles ne s'adressent désormais plus seulement aux négociants en valeurs mobilières, mais aux personnes assujetties citées au Cm 4 du projet de circulaire, raison pour laquelle elles sont aménagées en fonction du résultat visé et s'attachent en priorité à prévenir et à sanctionner les comportements abusifs sur le marché. Les destinataires visés aux Cm 40 à 42 du projet de circulaire sont tenus d'aligner leur organisation sur ces objectifs et, notamment, de tenir les informations d'initiés présentes dans l'établissement à l'écart des personnes physiques qui prennent des décisions en relation avec le commerce sur les valeurs mobilières et de renoncer à tout moyen d'influencer de quelque façon que ce soit la décision de ces personnes. Il convient à cet effet de définir des mesures préventives et des processus internes, appropriés et efficaces, notamment par la création de périmètres de confidentialité permettant d'isoler et de contrôler les informations. Ces mesures préventives comme ces processus doivent être réglés par des directives internes ou, le cas échéant, de manière *ad hoc*, et leur observation doit être soumise à surveillance.

Une définition des notions de barrières à l'information et secteurs d'activités ainsi que les explications antérieures relatives aux barrières à l'information verticales et horizontales ont délibérément été écartées. Les nouveaux Cm 40 à 42 précisent clairement ce que l'on attend des assujettis concernés. La mise en œuvre concrète est laissée à la discrétion des parties concernées, sachant que charge leur est faite de prouver que les mesures préventives et les processus adoptés étaient adaptés à leur activité, taille et structure et que ces derniers pouvaient a priori être considérés comme efficaces. Il en découle qu'aucune explication spécifique relative aux transactions intervenant hors de périmètres de confidentialité distincts n'est nécessaire. Enfin, les précisions antérieures concernant le degré d'organisation en lien avec ce qui précède sont supprimées dans la mesure où elles sont déjà présentes au Cm 36 du projet de circulaire. Par sa teneur, la nouvelle réglementation s'aligne sur le droit européen en projet⁷.

⁶ FF 2006 2741, ici 2792.

⁷ Cf. art. 7a al. 1 P-MAR.

4.8.4 Surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs

Le Cm 56 de la Circ.-FINMA 08/38 contraint les négociants en valeurs mobilières à intégrer, dans leurs directives internes, des mesures de surveillance des transactions pour compte propre de leurs collaborateurs. Ce devoir de surveillance s'étend aux coordonnées des comptes et des dépôts des collaborateurs, qu'ils soient gérés dans l'établissement lui-même ou dans des établissements tiers. Pour la FINMA, il a toujours été évident qu'en règle générale, pour être effectif, un concept de surveillance doit englober la direction suprême de l'entreprise et doit notamment conférer au négociant en valeurs mobilières un droit de regard sur les activités de négoce du conseil d'administration. Indépendamment de leur nationalité et de leur lieu de domicile, les membres du conseil d'administration assument, en leur qualité d'organe suprême, le rôle de personnes devant présenter la garantie d'une activité irréprochable et sont tenus à ce titre, d'offrir constamment cette garantie. Le respect de cette garantie d'une activité irréprochable ne peut faire l'objet d'un examen sans concession de la FINMA que si les assujettis ont à tout moment la possibilité d'exercer un droit de regard sur les activités de négoce des membres du conseil d'administration.

Les principes en vigueur jusqu'alors sont entérinés explicitement aux Cm 43 à 45 du projet de circulaire. Par conséquent, les assujettis doivent prévoir des mesures appropriées pour surveiller les transactions pour compte propre des collaborateurs. Par collaborateur au sens de ces dispositions, on entend également les membres de l'organe de direction suprême, de surveillance et de contrôle (c.-à-d. le conseil d'administration) et ceux du directoire, les associés à responsabilité illimitée ainsi que les personnes exerçant des fonctions comparables. Le concept de surveillance ne doit pas seulement intégrer les relations concernant les comptes et les dépôts au nom des collaborateurs, mais également ceux dont les collaborateurs sont les ayants droit économiques ou sur lesquels ils disposent d'une procuration. Au vu des liens d'intérêt et des risques d'abus existants dans le cadre de ce type de relations bancaires, l'extension en conséquence des mesures de surveillance est justifiée.

Les mesures de surveillance doivent être réglées dans une directive interne et lier de manière contraignante les collaborateurs, au titre de partie intégrante de leur contrat de travail ou de mandat. Ce faisant, la FINMA n'exige pas une surveillance continue des transactions effectuées par l'ensemble des collaborateurs, mais fait valoir le principe de mesures adéquates et appropriées. Le projet de circulaire autorise un concept de mesures qui apporte une réponse graduelle en fonction des circonstances telles que le nombre et l'activité des collaborateurs ou la taille de l'établissement. En tenant compte du risque concret d'abus, il est possible de créer des catégories de collaborateurs ou des fonctions sur lesquelles s'appuient les différentes mesures de surveillance, sachant qu'une telle catégorisation des collaborateurs nécessite d'être documentée. En l'occurrence, la FINMA attend fondamentalement que toutes les personnes qui ont potentiellement accès à des informations d'initiés soient assujetties à des mécanismes de surveillance plus stricts. Le droit de la surveillance requiert donc comme norme minimale qu'en cas de besoin, les assujettis puissent disposer, vis-à-vis de l'ensemble des collaborateurs, d'un droit de regard sur la totalité des relations concernant les comptes bancaires ou les dépôts déterminants en Suisse ou à l'étranger (y compris ceux pour lesquels les collaborateurs disposent d'une procuration ou sont les ayants droit économiques).

4.8.5 *Watch list et restricted list*

Les dispositions relatives à la *watch list* et à la *restricted list* figurant au Cm 54 et 55 de la Circ.-FINMA 08/38 sont reprises sans modifications matérielles aux Cm 46 à 48 du projet de circulaire. Si, dans le cadre de l'estimation du risque, un assujetti arrive à la conclusion qu'il peut renoncer à la tenue de ces listes en raison de son activité, de sa taille et de sa structure, il le doit motiver en conséquence.

4.8.6 Devoirs d'enregistrement

Les devoirs d'enregistrement définis aux Cm 49 à 51 du projet de circulaire reprennent les points centraux de la Circ.-FINMA 08/38 et des *Frequently Asked Questions* (FAQ) en vigueur dans ce domaine. La communication au sein de la salle de négoce, qu'elle soit entrante ou sortante, doit être enregistrée ou – si une surveillance n'est pas possible – interdite. Le cercle des destinataires des devoirs d'enregistrement est étendu des collaborateurs travaillant dans le négoce sur les valeurs mobilières à tous les collaborateurs qui, selon l'estimation du risque, sont particulièrement exposés au risque de recevoir des informations déterminantes pour la surveillance du marché. Cette disposition est dans la droite ligne de l'approche choisie d'imposer l'établissement d'une estimation du risque et permet dorénavant de garantir les données déterminantes pour la surveillance du marché, sans devoir étendre les devoirs d'enregistrement de manière généralisée. Enfin, l'allongement de la durée de conservation des enregistrements d'un an et demi à deux ans correspond indubitablement aux besoins identifiés dans la pratique pour l'élucidation des cas d'abus. En raison des possibilités de stockage actuelles sur le plan technique, cet allongement de la durée de conservation n'engendrera guère de charges supplémentaires pour les assujettis.

Au niveau européen, les devoirs d'enregistrement, y compris le devoir d'enregistrement des entretiens téléphoniques, sont prévus par l'art. 16 MiFID II.

4.8.7 Négoce à haute fréquence / Négoce algorithmique

Le poids du négoce électronique a fortement augmenté au cours des dernières années. Le négoce algorithmique représente désormais plus de la moitié du volume du carnet d'ordres et du volume de conclusion de la plupart des bourses. Dans le cas du négoce algorithmique, des algorithmes informatiques prennent des décisions de placement en toute autonomie, selon des règles prédéfinies. Les programmes passent et suppriment une multitude d'ordres dans des laps de temps extrêmement courts. Dans ce contexte, on parle alors de négoce à haute fréquence.

Au niveau européen, la réglementation sur le négoce à haute fréquence progresse (cf. art. 17 MiFID II). L'Autorité européenne des marchés financiers AEMF a publié, en février 2012, des orientations⁸ sur les systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisé pour les plateformes de négociation, les entreprises d'investissement et les autorités compétentes et ciblait notamment, dans ces dernières, les types d'abus de marché que sont les *quote stuffing*, *momentum*

⁸ http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2012_122_fr_0.pdf .

ignition et *layering* / *spoofing*. En Allemagne, l'ordonnance de concrétisation relative à la manipulation du marché⁹ déclare manipulatoires certaines pratiques de négoce automatisées, lorsqu'elles affectent le bon fonctionnement des systèmes de négoce, compliquent l'identification par des tiers des véritables ordres passés par le système de négoce et envoient des signaux trompeurs sur l'offre et sur la demande.

Sont notamment considérées comme des signaux trompeurs sur l'offre, la demande et le prix d'une valeur mobilière la saisie et la suppression à haute fréquence d'ordres volumineux dans le but de ralentir d'autres acteurs du marché (*quote stuffing*) ou d'altérer les prix (*layering*, *spoofing*). Si les comportements traduisent véritablement l'offre et la demande, le fait que des ordres soient passés ou supprimés rapidement ne suffit pas à caractériser une violation de l'art. 33f LBVM.

Les dispositions proposées répondent à l'approche fondamentale sous-jacente à l'ensemble du projet de circulaire en confiant l'aménagement concret des règles aux assujettis et aux sociétés d'audit. Par principe et au regard du contrôle des risques, les assujettis doivent veiller à ce que le recours au négoce algorithmique ou au négoce à haute fréquence ne viole pas l'art. 33f LBVM rév. (Cm 52).

Les négociants en valeurs mobilières qui pratiquent le négoce algorithmique sont tenus de documenter au fur et à mesure les stratégies utilisées de manière compréhensible pour des tiers (Cm 53).

4.8.8 Audit

Le Cm 54 du projet de circulaire correspond sur le fond au Cm 65 de la Circ.-FINMA 08/38. Du fait de l'extension du champ d'application des devoirs d'organisation du chapitre VII à l'ensemble des assujettis à la surveillance prudentielle, les sociétés d'audit sont désormais tenues de prendre en compte en conséquence les devoirs d'organisation de tous les assujettis lors des opérations d'audit (cf. également les Cm 36 et 37 du projet de circulaire).

4.8.9 Délai transitoire

Un délai de 6 mois à compter de l'entrée en vigueur de la circulaire est fixé aux assujettis pour mettre en œuvre les devoirs d'organisation au sens du chapitre VII du projet de circulaire. Jusqu'à l'expiration de ce délai, les devoirs d'organisation valables jusqu'à présent restent applicables pour tous les destinataires de la Circ.-FINMA 08/38 en vigueur.

⁹ <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/makonv/gesamt.pdf> [en allemand].

5 Prochaines étapes

Les dispositions révisées de la loi et de l'ordonnance sur les bourses entreront probablement en vigueur au 1^{er} mai 2013. Conformément au calendrier actuel, l'entrée en vigueur du projet de circulaire est prévue pour le 1^{er} août 2013.