

29 août 2013

Circulaire FINMA 2013/08 « Règles de conduite sur le marché »

Rapport de la FINMA sur l'audition relative à la révision totale de la circulaire « Règles de conduite sur le marché », qui a eu lieu du 27 mars au 13 mai 2013

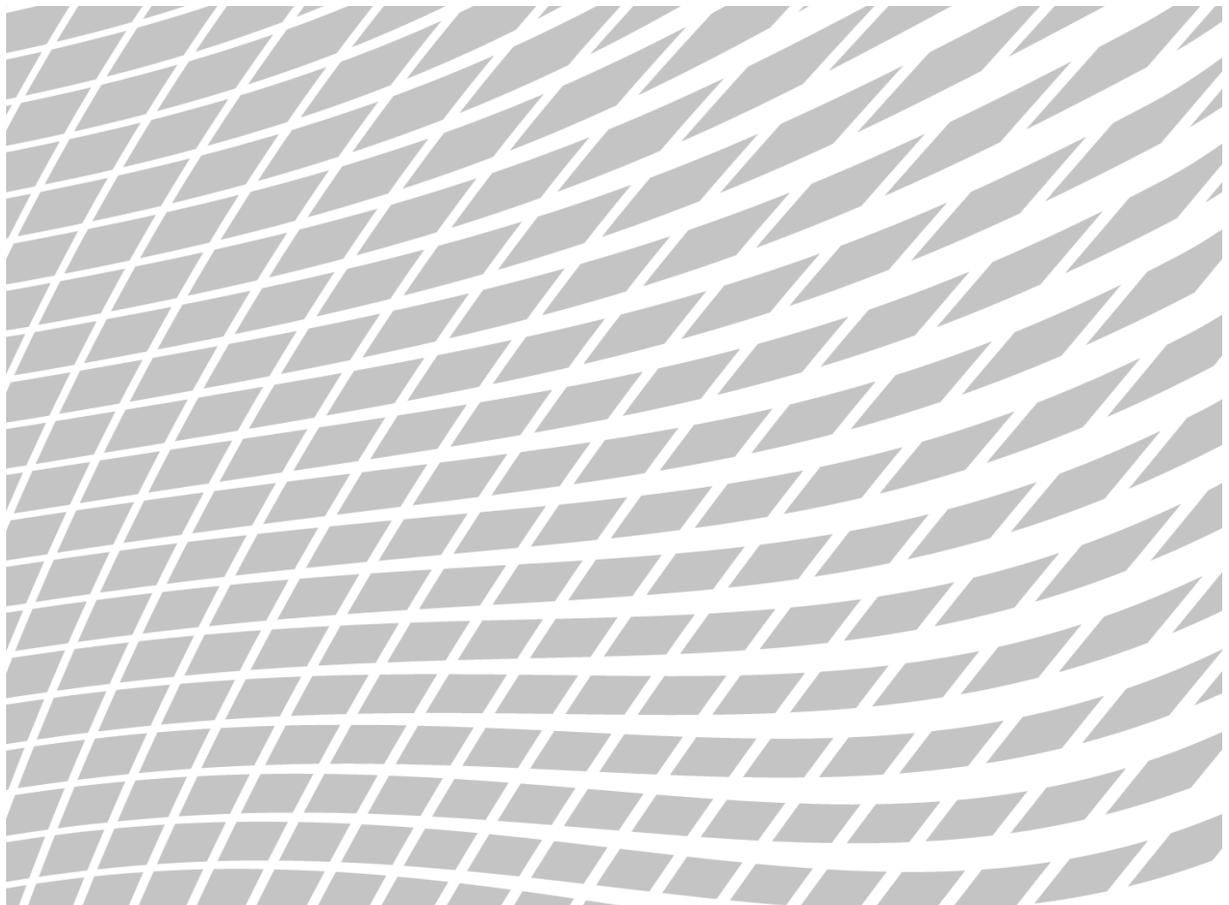


Table des matières

1	Introduction	6
2	Prises de position reçues.....	7
3	Résultats de l'audition et évaluation par la FINMA.....	7
3.1	Généralités sur le résultat de l'audition	7
3.2	Base légale.....	8
3.3	But	8
3.4	Champ d'application.....	9
3.4.1	Surveillance générale du marché.....	9
3.4.2	Exclusion des groupes et des conglomérats.....	9
3.4.3	Distinction entre les intermédiaires financiers directement soumis et ceux qui sont affiliés à un organisme d'autorégulation.....	10
3.5	Art. 2 let. f de la loi sur les bourses : information d'initié	10
3.5.1	Remarques générales	10
3.5.2	Faits extérieurs à l'entreprise.....	11
3.5.3	Projets, projections, intentions et rumeurs	12
3.5.4	Analyses financières.....	13
3.5.5	Acteur du marché	15
3.5.6	Influence sur le cours de valeurs mobilières	15
3.5.7	Confidentialité	16
3.6	Art. 33e de la loi sur les bourses.....	17
3.6.1	<i>Front running, parallel running et after running</i>	17
3.6.2	Exécution de décisions préexistantes	17
3.6.3	Recommandation réputée information d'initié	17
3.6.4	<i>Scalping</i>	18
3.7	Art. 33f de la loi sur les bourses.....	19
3.7.1	Signaux trompeurs.....	19
3.7.2	Négoce algorithmique.....	20

3.7.3	Exemples de comportements : généralités	20
3.7.3.1	<i>Painting the tape</i>	21
3.7.3.2	<i>Wash trades</i>	21
3.7.3.3	<i>Cornering, parking et squeeze</i>	22
3.7.3.4	Influence sur les prix des matières premières	22
3.7.4	Opérations et comportements admis.....	23
3.7.4.1	Ajout de faits supplémentaires	23
3.7.4.2	Arbitrage	24
3.8	Abus sur d'autres marchés.....	24
3.9	Devoirs d'organisation	26
3.9.1	Base légale	26
3.9.2	Aucune approche générique	26
3.9.3	Questions pratiques sur l'estimation du risque	27
3.9.4	Traitement des opérations abusives sur le marché.....	28
3.9.4.1	Clarification, renonciation à participer, réserve de l'OBA-FINMA.....	28
3.9.4.2	Obligation d'annoncer en vertu de l'art. 29 LFINMA.....	29
3.9.5	Barrières à l'information	29
3.9.5.1	Remarques générales	29
3.9.5.2	Séparation entre information d'initié et prise de décision	30
3.9.6	Surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs.....	31
3.9.6.1	Ayants droit économiques et procurations sur les comptes et dépôts	31
3.9.6.2	Surveillance des transactions pour compte propre des membres du conseil d'administration	31
3.9.6.3	Catégories de collaborateurs.....	32
3.9.7	<i>Watch list et restricted list</i>	33
3.9.8	Devoirs d'enregistrement.....	33
3.9.8.1	« Faits relevant du droit de la surveillance »	33
3.9.8.2	Devoirs d'enregistrement pour les collaborateurs hors des salles de marché et pour les téléphones portables privés.....	34
3.9.9	Négoce à haute fréquence / Négoce algorithmique	34
3.9.10	Audit.....	35
3.10	Autres nouveautés	36

3.10.1	Système de négoce VWAP admis pour les programmes de rachat	36
3.10.2	Stabilisation des cours en cas de placement public de valeurs mobilières sans participation de l'émetteur	36
3.10.3	Comportement pendant les interruptions de négoce	36
3.11	Dispositions transitoires	37
4	Appréciation des effets de la réglementation	37
5	Prochaines étapes.....	38

Liste des abréviations

CP	Code pénal suisse du 21 décembre 1937
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
IFDS	Intermédiaires financiers directement soumis au sens de l'art. 2 al. 3 en relation avec l'art. 14 LBA
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	Loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (loi sur les bourses ; RS 954.1)
LFINMA	Loi fédérale 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
OAR	Organisme d'autorégulation
OB	Ordonnance du 17 mai 1972 sur les banques et les caisses d'épargne (ordonnance sur les banques ; RS 952.02)
OBA-FINMA	Ordonnance du 8 décembre 2010 de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers 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 de Directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché (projet de directive Abus de marché)
P-MAR	Proposition de la Commission européenne du 20 octobre 2011 de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (projet de règlement Abus de marché) dans sa version <i>Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (MAR)</i> – Approbation de l'accord provisoire du 5 juillet 2013 avec le Parlement européen
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-MiFIR	Proposition de la Commission européenne du 20 novembre 2011 de 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
Projet	Projet de circulaire 2013/xy « Règles de conduite sur le marché » du 27 mars 2013 présenté à l'audition
Rapport explicatif	Rapport explicatif accompagnant le projet de Circ.-FINMA 08/38 entièrement révisée

1 Introduction

Entrée en vigueur le 1^{er} mai 2013, la révision de la loi sur les bourses (LBVM ; RS 954.1) et de l'ordonnance sur les bourses (OBVM ; RS 954.11) en matière de délits boursiers et d'abus de marché rend nécessaire une révision totale de la Circ.-FINMA 08/38 « Règles de conduite sur le marché ».

La FINMA a élaboré un projet de révision depuis juillet 2012 et organisé une audition entre le 27 mars et le 13 mai 2013. L'invitation à participer à l'audition a été publiée sur le site Internet de la FINMA et s'adressait à tous les milieux intéressés.

La circulaire entièrement révisée « Règles de conduite sur le marché » comprend des explications de la FINMA concernant sa pratique prudentielle concrète dans la lutte contre les comportements abusifs sur le marché ainsi que les dispositions d'exécution de l'ordonnance sur les bourses. Ses parties relatives aux normes d'interdiction de la loi sur les bourses s'adressent à tous les acteurs du marché, tandis que celles portant sur les devoirs d'organisation sont destinées aux assujettis à la surveillance de la FINMA. La nouvelle circulaire entrera en vigueur le 1^{er} octobre 2013.

2 Prises de position reçues

Dans le cadre de l'audition, les participants suivants (mentionnés par ordre alphabétique) ont adressé leur prise de position en vue d'une publication :

- Association des banques étrangères en Suisse
- Association des banquiers privés suisses
- Association suisse d'assurances (ASA)
- Association suisse des gérants de fortune (ASG)
- Baker & McKenzie Zurich
- Bär & Karrer SA
- BX Berne eXchange
- CFA Society Switzerland (CFA)
- Chambre fiduciaire, commission technique Audit bancaire
- economiesuisse
- Groupe Mutuel
- Homburger SA
- Nicolas Leu
- Raiffeisen Suisse
- SIX Exchange Regulation
- SIX Swiss Exchange SA
- SwissBanking
- Swiss Funds Association (SFA)
- SwissHoldings

3 Résultats de l'audition et évaluation par la FINMA

3.1 Généralités sur le résultat de l'audition

Le contenu des prises de position reçues est très hétérogène et couvre toute la circulaire. Dans l'ensemble, les réactions sont plutôt positives, même si elles sont hétéroclites tant pour les normes d'interdiction que pour les devoirs d'organisation en raison du cercle élargi des destinataires. De manière générale, on constate que de nombreux avis ont été formulés sur des notions déjà ancrées dans le droit de rang supérieur et concrétisées dans la circulaire « Règles de conduite sur le marché ». Certaines dispositions de la Circ.-FINMA 08/38 n'avaient pas été intégrées au projet dans un souci de condensation et de restructuration ; elles y ont été ajoutées sur la base des avis correspondants.

Les dispositions des chapitres II à V de la circulaire, qui s'appliquent à tous les acteurs du marché, requièrent un équilibre judicieux de la réglementation entre des prescriptions simples et compréhensibles et des explications détaillées. Il n'est pas possible en l'espèce de tenir compte de tous les destinataires dans une même mesure. Certaines des nombreuses propositions reçues ont pu être reprises, les acteurs connaissant le marché s'étant exprimés pour l'essentiel dans le cadre de l'audition.

De nombreux assujettis qui n'étaient pas concernés jusqu'à présent par la Circ.-FINMA 08/38 ont donné leur avis sur les chapitres VI et VII applicables aux assujettis. A cet égard, la FINMA tient à préciser que la circulaire ne traite pas uniquement des règles de conduite sur le marché, mais qu'elle entend également fournir dans cette deuxième partie une ligne directrice aux assujettis, sur la base des dispositions relatives à la garantie d'une activité irréprochable et des devoirs d'organisation, pour que les assujettis assument leur responsabilité individuelle dans la gestion des risques en relation avec les normes d'interdiction exposées aux chapitres II à V et puissent réduire les risques correspondants. Il ressort de l'historique de la circulaire que ces devoirs d'organisation provenaient à l'origine du secteur bancaire. Une approche fondée sur les risques avec l'obligation de les évaluer en fonction du type d'activités, de la taille et de la structure d'un assujetti permet toutefois à tous les assujettis de mettre en œuvre ces devoirs sur mesure. Au demeurant, ces derniers ne s'appliquent pas aux intermédiaires financiers directement soumis à la FINMA en vertu de la loi sur le blanchiment d'argent qui ne sont pas affiliés à un organisme d'autorégulation reconnu (IFDS, cf. art. 2 al. 3 en relation avec l'art. 14 LBA). Enfin, des remarques pertinentes sur des définitions trop vastes ou inapplicables ont été prises en compte pour différents points sans pour autant renoncer à l'axe principal des dispositions concernées.

3.2 Base légale

Prises de position

SIX Exchange Regulation doute, de manière générale, de la base légale de la circulaire et considère celle-ci comme une ordonnance légale plutôt qu'administrative.

Appréciation

La circulaire n'est pas un acte juridique général et abstrait, mais précise de quelle manière la FINMA interprète les nouvelles dispositions de rang supérieur de la loi et de l'ordonnance et comment elle entend les appliquer dans la pratique.

3.3 But

Prises de position

Bär & Karrer demande que le principe d'une activité irréprochable soit mentionné explicitement comme but de la circulaire, car ces dispositions servent de bases légales pour étendre le champ d'application des règles aux abus de marché sur le marché primaire, avec des valeurs mobilières étrangères ainsi que sur d'autres marchés.

Appréciation

Les dispositions en question sont déjà indiquées sur la page de titre du projet, à la rubrique Bases légales. Une référence à la garantie d'une activité irréprochable figure désormais au Cm 2 de la circulaire révisée.

3.4 Champ d'application

3.4.1 Surveillance générale du marché

Prises de position

SwissBanking souligne que l'expression « personnes morales ou physiques qui interviennent comme acteurs du marché » devrait être précisée. De plus, la question d'une base légale se pose.

Appréciation

Le message (p. 6344) parle d'étendre l'interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de marché à « tous les acteurs du marché » au niveau du droit de la surveillance. Dans les ouvrages juridiques, la nouvelle réglementation est communément décrite comme une « surveillance générale du marché ». La FINMA a légèrement concrétisé l'expression « tous les acteurs du marché » : les normes d'interdiction concernent toute personne morale ou physique dont le comportement peut contrevenir à celles-ci. Une description plus précise des destinataires des normes énoncées aux art. 33e et 33f LBVM ne serait ni adéquate au regard du vaste champ d'application ni pertinente du point de vue du droit de la surveillance. Par ailleurs, la case « Tout autre acteur du marché » a été ajoutée sur la page de titre du projet, sous LBVM, en raison de la surveillance générale du marché.

3.4.2 Exclusion des groupes et des conglomérats

Prises de position

L'ASA demande que les groupes et les conglomérats soient exclus du champ d'application de la circulaire. Si celle-ci devait également être applicable aux sociétés étrangères d'un groupe sans autres activités en relation avec la Suisse, il y aurait un risque d'application extraterritoriale du droit suisse.

Appréciation

La circulaire n'a pas pour ambition d'exporter l'application du droit suisse. Concernant les groupes et les conglomérats, les chapitres VI et VII de la circulaire s'appliquent uniquement aux établissements faitiers domiciliés en Suisse et aux sociétés du groupe ou du conglomérat qui ont leur siège en Suisse, à condition que la FINMA soit compétente pour la surveillance du groupe ou du conglomérat. Une précision correspondante a été ajoutée au Cm 5 de la circulaire révisée.

3.4.3 Distinction entre les intermédiaires financiers directement soumis et ceux qui sont affiliés à un organisme d'autorégulation

Prises de position

L'Association des banquiers privés suisses, SwissBanking et l'Association des banques étrangères en Suisse déplorent que l'on établisse sans motif une distinction entre les intermédiaires financiers directement soumis à la FINMA (IFDS) et ceux qui sont affiliés à un organisme d'autorégulation (OAR).

Appréciation

Le législateur a prévu une surveillance dualiste pour les intermédiaires financiers, avec des compétences réglementaires distinctes (OAR / FINMA). Pour les intermédiaires financiers qui lui sont directement soumis, la FINMA est habilitée à préciser dans cette circulaire les conséquences d'un abus de marché sur les conditions de la garantie d'une activité irréprochable (art. 14 al. 2 let. c LBA). Concernant les membres d'OAR, les OAR doivent, en vertu de l'art. 25 LBA, préciser les conditions d'affiliation dans leur règlement.

3.5 Art. 2 let. f de la loi sur les bourses : information d'initié

3.5.1 Remarques générales

Prises de position

Plusieurs participants à l'audition (SwissBanking, CFA, Baker & McKenzie, Raiffeisen, SIX Exchange Regulation) estiment que la définition de l'information d'initié est, de manière générale, trop imprécise et qu'elle ne reflète pas la doctrine et la pratique en vigueur jusqu'ici. SwissBanking et Raiffeisen demandent que les définitions exposées dans la Circ.-FINMA 08/38 soient conservées. S'appuyant sur l'expression internationalement reconnue de *material non-public information*, CFA souhaite que les notions cumulées de « confidentialité » et d'« importance » d'une information constituent la caractéristique principale d'une information d'initié. Baker & McKenzie propose de renoncer à expliquer la notion d'information d'initié. SIX Exchange Regulation souligne enfin le risque de définitions différentes d'une information d'initié dans le droit pénal et dans celui de la surveillance. Pour Bär & Karrer, la notion d'information d'initié dans la circulaire entièrement révisée ne doit en aucun cas aller plus loin dans sa reformulation que la directive de SIX Swiss Exchange concernant la publicité événementielle.

Appréciation

Les explications de la circulaire relatives à la notion d'information d'initié constituent un récapitulatif beaucoup moins précis que ne le serait une définition complète. La circulaire n'est toutefois pas le document idéal pour examiner en détail la doctrine et la jurisprudence. Cette description vise davantage à fournir une ligne directrice aux destinataires de la circulaire afin qu'ils sachent ce que celle-ci entend par information d'initié. Elle ne remplace pas l'application de la doctrine et de la jurisprudence.

Les prises de position sur les différents éléments sont étudiées individuellement ci-après. Au préalable, la FINMA attire l'attention sur le fait que la pratique relative à la notion d'information d'initié dans le droit pénal ou dans les règles concernant la publicité événementielle peut, le cas échéant, servir d'aide à l'interprétation dans le droit de la surveillance, mais qu'une concordance mutuelle n'est pas impérative. Les procédures d'application des différentes dispositions relèvent d'autorités distinctes et sont évaluées par les voies de droit des différents tribunaux ; il est donc normal que plusieurs normes se développent et que des concepts divergents soient mis en œuvre. Les autorités concernées doivent dès lors répondre à un besoin de coordination considérable, qui est par ailleurs prévu dans la loi et dont l'organisation concrète doit s'instaurer en premier lieu dans la pratique.

3.5.2 Faits extérieurs à l'entreprise

Prises de position

SwissHoldings pense que la qualification de faits extérieurs à l'entreprise comme information d'initié est en contradiction avec le message relatif à la modification de la loi sur les bourses, selon lequel la notion de faits confidentiels repose sur l'art. 161 CP et se réfère à des faits internes à l'entreprise. En relation avec le Cm 12 du projet (*scalping*), SwissHoldings souligne également que la description des faits extérieurs à l'entreprise devrait être supprimée au moins pour les acteurs du marché non assujettis à la FINMA. Homburger et Bär & Karrer estiment eux aussi que l'inclusion forfaitaire des faits extérieurs à l'entreprise pose problème.

Appréciation

Eu égard à la formulation claire de l'art. 2 let. f LBVM, les faits extérieurs à l'entreprise peuvent également constituer des informations d'initiés. Certes, le message relatif à la modification de la loi sur les bourses (p. 6341 et 6354) renvoie à la doctrine et à la jurisprudence sur l'art. 161 CP pour interpréter l'art. 2 let. f LBVM, mais ce principe n'est en revanche pas absolu : d'une part, cela ne doit pas empêcher un développement de la doctrine et de la jurisprudence dans ce domaine ; d'autre part, des divergences avec la conception précédente s'appliquent déjà aujourd'hui lorsque le processus législatif s'y consacre explicitement. Ce dernier point concerne notamment les faits extérieurs à l'entreprise. A ce propos, le même message (p. 6360) précise en relation avec l'infraction pénale de l'art. 40 LBVM que la disposition couvre également les cas dans lesquels l'initié prend connaissance d'une information confidentielle relative à des circonstances extérieures à l'entreprise, mais de nature à influencer sur le cours de son action, telle que la découverte de nouvelles sources de matières premières ou, au contraire, l'épuisement des sources existantes. De plus, la mention explicite dans le message (p. 6357) du *front running*, du *parallel running*, de l'*after running* et du *scalping* parmi les comportements interdits cités dans les explications sur l'art. 33e LBVM peut être considérée comme une indication supplémentaire selon laquelle le délit d'initié relevant du droit de la surveillance englobe également les faits extérieurs à l'entreprise. La position de la conseillère fédérale Eveline Widmer-Schlumpf devant le Conseil

national traduit clairement cette intention législative.¹ Par ailleurs, certains auteurs ont déjà considéré les faits extérieurs à l'entreprise comme des informations d'initiés en vertu de l'art. 161 CP.²

3.5.3 Projets, projections, intentions et rumeurs

Prises de position

Se référant au rapport explicatif relatif à la modification de la loi sur les bourses, l'Association des banquiers privés suisses estime que les projections ne devraient pas entrer dans la notion d'information d'initiés. La SFA, SwissBanking et Bär & Karrer pensent également que les projections ne font pas partie du champ d'application de l'art. 2 let. f LBVM. Homburger émet des critiques et souligne que la probabilité de réalisation d'un projet ou de survenance d'une projection n'est pas définie ; la société exige que la circulaire soit sur ce point au moins aussi précise que le projet de règlement européen sur les abus de marché (P-MAR). Baker & McKenzie demande que l'on indique clairement dans quelle mesure des projets, des projections et des intentions peuvent constituer des informations et pourquoi des rumeurs et des spéculations n'en sont pas. Bär & Karrer se demande comment distinguer les « fermes intentions » et les « projets non encore réalisés » des « variantes de planification » et des « intentions » dans le champ d'application de la directive concernant la publicité événementielle.

Appréciation

Le but n'est pas de créer une distinction entre, d'une part, la définition des projets, des projections, des intentions et des rumeurs et, d'autre part, la doctrine et la jurisprudence en vigueur jusqu'ici ou les informations relatives à la révision de la loi sur les bourses. D'après le rapport explicatif relatif à la modification de la loi sur les bourses, on entend par information au sens de l'art. 2 let. f LBVM un incident ou événement réel qui s'est produit dans le passé ou est en train de se produire et qui est susceptible d'être prouvé. A cet égard, les projets ou intentions existants sont englobés dans la notion d'information. Les estimations, les prévisions, les spéculations et les jugements de valeur ne constituent pas de telles informations, contrairement aux circonstances sur lesquelles ils reposent. Des rumeurs, des présomptions ou des soupçons sont insuffisants.³ Toutefois, des projections pouvaient déjà être assimilées à des faits jusqu'à présent, en vertu de l'art. 161 CP. On peut, par exemple, pen-

¹ « L'infraction pénale de délit d'initiés est étendue et précisée. Il faut souligner que le délit d'initiés est désormais interdit de manière générale ; il n'y a plus de particularités. De plus, la notion d'information d'initiés est maintenant définie expressément. Elle englobe sans ambiguïté les informations qui ne se réfèrent pas à une entreprise, c'est-à-dire externes à l'entreprise, telles que des indications sur des stratégies de placement ou des projets d'attentat terroriste ; on peut citer comme exemple l'achat d'option put de compagnies aériennes peu avant le 11 septembre. Ainsi, à l'avenir, quiconque utilisera ses connaissances sur des ordres de clients pour exécuter des opérations préalables similaires pour compte propre sera punissable sans exception. », cf. BO 2012 CN 1139.

² Cf. Trippel/ Urbach in Basler Kommentar, BEHG/FINMAG, 2^e éd. 2011, n° 24 ad art. 161 et 161^{bis} CP, qui estime qu'il n'est pas pertinent que les faits soient internes ou externes à l'entreprise, ainsi que Daniela König, Das Verbot von Insiderhandel, Eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelung der USA und der EU, Zurich, 2006, p. 164, selon lequel des événements extérieurs à l'entreprise comme des reprises prévues sont considérés comme des faits.

³ Rapport explicatif du 10 février 2010 relatif à la modification de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (délits boursiers et abus de marché), ch. 1.1.4.2 en relation avec le ch. 1.4.1.2.3.

ser aux futurs gains ou pertes, qui ne correspondent pas à un événement au sens susmentionné, mais peuvent déjà se préciser de telle sorte qu'ils ne sont plus assimilables à des prévisions ou à des spéculations. Ils sont donc au même niveau que les projets ou les intentions, mais contrairement à ceux-ci, ils ne s'accompagnent pas d'un aspect volontariste vis-à-vis de la société⁴.

Les rumeurs et les spéculations – tout comme les estimations, les jugements de valeur, les prévisions, les soupçons et les présomptions – ne sont pas des informations au sens de l'art. 2 let. f LBVM. Toutefois, les circonstances sur lesquelles elles reposent ainsi que l'existence d'une rumeur peuvent, en soi, être assimilées le cas échéant à une information d'initié.⁵

Le degré de précision d'une information peut être utilisé comme critère de distinction : une information au sens de l'art. 2 let. f LBVM doit être suffisamment claire et sûre pour permettre d'estimer l'évolution du cours⁶. Aucune connaissance détaillée n'est requise ; des connaissances rudimentaires sur les circonstances confidentielles suffisent. Cela correspond au standard international : par exemple, à l'art. 6 al. 2 P-MAR, une information est réputée à caractère précis « si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés, des contrats sur matières premières au comptant qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères découlant des quotas d'émission ».

Le Cm 8 de la circulaire révisée a été complété en conséquence.

3.5.4 Analyses financières

Prises de position

CFA souhaite une déclaration concernant l'admissibilité de la théorie de la mosaïque, selon laquelle une analyse approfondie et très documentée permet de rassembler un ensemble d'informations confidentielles immatérielles et d'informations publiques matérielles qui fournit à un analyste un aperçu de la situation assimilé à une information d'initié, sans que cet analyste ait eu accès à l'information.

Bär & Karrer considère que le fait d'avoir connaissance de la prochaine publication d'une analyse financière et de sa diffusion ne constitue pas une information d'initié.

⁴ Cf. Andreas Donatsch in Donatsch (éd.), StGB-Kommentar, 18^e éd. 2010, n° 5 ad art. 161 ; König, op.cit., p. 164, qui parle des « zukünftigen Entwicklungen » (= évolutions futures).

⁵ Cf. Trippel/Urbach, op.cit., n° 24 ad art. 161 et 161^{bis} CP ; Peter Böckli, Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates, Zurich, 1989, p. 62 s. ; Rapport explicatif du 10 février 2010 relatif à la modification de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (délits boursiers et abus de marché), ch. 1.1.4.2 ; Donatsch, op.cit., n° 5 ad art. 161 ; König, op.cit., p. 163.

⁶ Cf. König, op.cit., p. 163.

Appréciation

La théorie de la mosaïque se caractérise par l'élaboration d'une analyse sur la base consolidée d'informations publiquement accessibles et d'autres non publiques et non pertinentes pour le cours. Dans l'idéal, l'analyse fournit une évaluation très différente du prix du marché d'une valeur mobilière. D'après la réglementation de CFA⁷, tout négoce reposant sur une analyse ainsi obtenue est autorisé, même si le résultat de celle-ci aurait constitué une information d'initié s'il avait été communiqué à l'analyste par la société. Dans son considérant 31, la directive européenne sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché⁸ invite les Etats membres à veiller à ce que les travaux de recherche et les estimations élaborés à partir de données publiques ne soient pas considérés comme des informations privilégiées et, par conséquent, à ce que toute opération effectuée sur la base de tels travaux de recherche ou estimations ne soit pas réputée constituer en soi une opération d'initié au sens de cette directive. En Allemagne, cette disposition a été transposée à l'art. 13 al. 2 de la *Wertpapierhandelsgesetz* (loi sur le négoce de titres) : « eine Bewertung, die ausschliesslich auf Grund öffentlich bekannter Umstände erstellt wird, keine Insiderinformation ist, selbst wenn sie den Kurs von Insiderpapieren erheblich beeinflussen kann ». En Grande-Bretagne, l'art. 118C al. 8 du *Financial Services and Markets Act 2000* énonce : « Information which can be obtained by research or analysis conducted by, or on behalf of, users of a market is to be regarded [...] as being generally available to them ». La transposition de la directive en droit national correspond aux explications du Cm 9 de la circulaire révisée, selon lesquelles une information n'est plus confidentielle si des tiers non participants peuvent l'obtenir par l'intermédiaire de sources accessibles à tous. La théorie de la mosaïque va cependant encore plus loin, puisqu'elle entend également traiter des informations non publiques et non pertinentes pour le cours, sans que le résultat de l'analyse soit assimilé à une information d'initié. Du point de vue du droit de la surveillance des marchés, rien ne devrait s'y opposer dans un cas normal. Il est décisif que les différents éléments de la mosaïque ne constituent pas en soi des informations importantes non publiques. En revanche, une analyse est toujours réputée être une information d'initié si elle traite des renseignements qui représentent en soi une information d'initié.

Une analyse financière élaborée en application de la théorie de la mosaïque ne constitue généralement pas une information d'initié, alors que sa publication peut en revanche en être une. Le fait d'avoir connaissance de la prochaine publication d'une analyse financière peut dès lors représenter en soi une information d'initié au sens de l'art. 2 let. f LBVM, même si les différentes informations sous-jacentes à cette analyse n'en sont pas une.⁹ Dans ce cas, c'est le fait que l'analyse que soit publiée qui est réputé être une information d'initié, mais pas l'analyse elle-même. Pour ce faire, il faut que la publication de l'analyse corresponde à un événement pertinent pour le cours, de sorte que l'on doive s'attendre à ce qu'elle influe notablement sur le cours des valeurs mobilières. Dès qu'une telle analyse est diffusée selon les principes des directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse finan-

⁷ CFA *Centre for Financial Market Integrity/National Investor Relations Institute*, « Best Practice Guidelines Governing Analyst/Corporate Issuer Relations », p. 9.

⁸ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché). Le projet de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) reprend l'ancien considérant 31 dans son considérant 14c.

⁹ Cf. König, *op.cit.*, p. 145 et 156 notamment.

cière¹⁰, elle n'est plus considérée comme confidentielle (et ne constitue donc plus une information d'initié).

3.5.5 Acteur du marché

Prises de position

CFA indique que le critère de l'acteur moyen du marché ne répond pas aux objectifs, notamment car la partie sur la manipulation du marché fait référence à un acteur expérimenté connaissant bien le marché. Le seuil d'importance est ainsi indûment relevé, car un acteur du marché expérimenté pourrait tirer parti d'un acteur moyen du marché. Par ailleurs, Baker & McKenzie souhaite un catalogue de critères afin de déterminer si le comportement de placement d'un acteur moyen du marché est influencé. SFA demande que le Cm 11 de la Circ.-FINMA 08/38 soit conservé. Bär & Karrer salue le choix d'un acteur moyen du marché, car cela crée une concordance avec la directive de SIX Swiss Exchange concernant la publicité événementielle.

Appréciation

Conformément aux règles relatives à la manipulation du marché (cf. Cm 17 de la circulaire révisée) et au projet de nouvelle directive européenne sur l'abus de marché¹¹, le standard d'un investisseur expérimenté connaissant le marché (*reasonable investor test*) est désormais repris au Cm 10 de la circulaire révisée – à la place d'un acteur moyen du marché – pour évaluer l'influence notable sur le cours. D'après ce chiffre marginal, lors de la divulgation d'un fait confidentiel, il faut toujours s'attendre à une influence notable sur le cours de valeurs mobilières (cf. ch. 3.5.6 ci-après) lorsque l'information d'initié est propre à affecter sensiblement la décision d'achat ou de vente d'un acteur expérimenté connaissant bien le marché, car elle est de nature à modifier de manière déterminante l'image des informations déjà disponibles.¹²

3.5.6 Influence sur le cours de valeurs mobilières

Prises de position

SwissBanking demande une reformulation de l'influence notable sur le cours de valeurs mobilières. Nicolas Leu met en garde contre une définition trop restreinte de cette influence, car le *front running*, le *parallel running* et l'*after running* échapperaient sinon trop fréquemment à l'art. 33e LBVM, compte tenu du fait que l'avantage utilisé en matière d'information n'est, dans certaines circonstances, pas

¹⁰ Cf. directives de l'Association suisse des banquiers visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière, ch. 3

¹¹ Cf. art. 6 al. 3 P-MAR : « [...] on entend par information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés, des contrats sur matières premières au comptant qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères découlant des quotas d'émission, une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement. »

¹² König, op.cit., p. 164.

pertinent pour le cours. Homburger propose de se référer au potentiel d'une influence qualifiée sur le cours (influence minimum sur le cours de valeurs mobilières).

Appréciation

Une reformulation de l'influence sur le cours de valeurs mobilières a été sciemment abandonnée, car l'évaluation de cette dernière aurait nécessité de retenir explicitement un *reasonable investor test* (cf. ch. 3.5.6 précédent), qui ne doit pas subir un préjudice en raison de certains éléments spécifiques. On renonce également à citer des valeurs limites concrètes pour les fluctuations de cours. D'une part, le législateur n'en a pas prévu ; d'autre part, il s'agit en l'espèce de valeurs statiques qui ne tiennent pas compte des caractéristiques d'un titre (rendement, volatilité, bêta, etc.) et qui, en soi, ne fournissent que des informations limitées dans la pratique. Veuillez vous reporter au ch. 3.6.1 ci-après pour le *front running*, le *parallel running* et l'*after running*.

3.5.7 Confidentialité

Prises de position

Nicolas Leu souhaite que l'évaluation de la confidentialité tienne compte de la probabilité qu'un tiers puisse également se procurer l'information légalement. L'ASG exige que l'on précise qu'une rumeur ne supprime pas le caractère confidentiel d'autres informations, même si elle concorde avec l'information confidentielle. Baker & McKenzie estime que l'expression « les rumeurs n'affectent en rien la confidentialité d'une information » est incorrecte. Quiconque effectue du négoce sur la base d'une rumeur notoire ne devrait pas être considéré comme agissant de manière contraire à la loi, car un acteur du marché ne peut généralement pas savoir s'il s'agit uniquement d'une rumeur.

Appréciation

L'expression selon laquelle les rumeurs n'affectent en rien la confidentialité d'une information ne se réfère pas à l'assujettissement à l'art. 33e LBVM d'une personne agissant en fonction d'une rumeur. Elle vise davantage à souligner que personne ne doit lancer des rumeurs ciblées pour amoindrir la confidentialité d'une information et, ce faisant, légaliser ses propres agissements reposant sur celle-ci. Une rumeur n'acquiert pas la qualité d'information d'initié, pas plus qu'elle n'abroge le caractère confidentiel d'une information. Il est cependant envisageable que des rumeurs largement répandues sur le marché soient déjà intégrées dans le cours d'une valeur mobilière, de sorte qu'une information confidentielle ne soit plus de nature à influencer ce cours. Il ne s'agit pas en l'espèce d'une question de confidentialité, mais d'influence sur le cours de valeurs mobilières (cf. ch. 3.5.6 précédent à ce sujet). Le Cm 9 de la circulaire révisée est adapté conformément aux explications ci-dessus.

Il est par ailleurs complété par une indication sur l'obtention d'une information par un tiers non participant.¹³

¹³ Cf. l'arrêt du Tribunal fédéral 2A_230/199 du 2 février 2000, consid. 6b.

3.6 Art. 33e de la loi sur les bourses

3.6.1 *Front running, parallel running et after running*

Prises de position

La SFA constate que le *front running*, le *parallel running* et l'*after running* n'enfreignent manifestement pas l'art. 33e LBVM, mais qu'ils sont interdits uniquement en raison du devoir de fidélité. SwissBanking et l'Association des banquiers privés suisses demandent que le *front running*, le *parallel running* et l'*after running* soient mentionnés dans la circulaire comme une infraction à l'art. 33e LBVM.

Appréciation

Le *front running*, le *parallel running* et l'*after running* relèvent de l'art. 33e LBVM si leur information sous-jacente constitue également une information d'initié au sens de l'art. 2 let. f LBVM. Compte tenu de ces rares cas particuliers, il est renoncé à y faire mention dans la circulaire. Au demeurant, le *front running*, le *parallel running* et l'*after running* entrent dans le champ d'application des dispositions pertinentes du droit de la surveillance et du droit privé.

3.6.2 Exécution de décisions préexistantes

Prises de position

Homburger et SwissHoldings soulignent que l'exécution de décisions préexistantes devrait également être autorisée dans la circulaire révisée s'il est prouvé qu'elles n'ont pas été prises sur la base d'une information d'initié.

Appréciation

S'il est démontré que les opérations sur valeurs mobilières n'ont pas été effectuées sur la base d'une information d'initié, elles ne tombent pas sous le coup de l'interdiction de l'art. 33e LBVM (cf. message, p. 6357). Le Cm 16 de la Circ.-FINMA 08/38 comprend une disposition correspondante. Celle-ci est reprise avec une formulation positive au Cm 13 de la circulaire révisée, au sens d'une clarification.

3.6.3 Recommandation réputée information d'initié

Prises de position

SwissBanking indique que la disposition du Cm 11 du projet ne concerne pas l'exploitation d'une information d'initié, mais une information d'initié en tant que telle et qu'elle n'apparaît dès lors pas au bon endroit.

Baker & McKenzie estime que l'on ne peut pas considérer une recommandation comme une information d'initié uniquement parce que la personne dont elle émane dispose probablement d'informations

d'initiés. Bär & Karrer souligne à cet égard qu'une recommandation sans divulgation d'une information d'initié n'est pas assimilée à un fait.

Appréciation

La disposition est déplacée au chapitre III et correspond désormais au Cm 11.

Contrairement aux suppositions de Baker & McKenzie, la question ne porte pas sur le fait que la personne émettant la recommandation dispose « probablement » d'informations supplémentaires. La disposition ne concerne que le destinataire de la recommandation qui sait ou devrait savoir au vu des circonstances que la recommandation concrète repose sur une information d'initié. Ainsi, les déclarations d'un membre du conseil d'administration ou de la direction ne sont pas toutes des informations d'initiés. Cela correspond à la conception juridique de l'art. 33e al. 1 LBVM, selon laquelle l'art. 33e LBVM s'applique uniquement aux personnes qui savent ou devraient savoir que l'information en question est une information d'initié (cf. message, p. 6357 s.).

La *ratio legis* de l'art. 33e LBVM englobe clairement la qualification de recommandation selon l'art. 33e al. 1 let. c LBVM en tant qu'information d'initié au sens de l'art. 2 let. f LBVM et la FINMA estime également que cette interprétation ressort de la formulation de la base légale. Sinon, le destinataire pourrait agir impunément sur la base d'une telle recommandation, même s'il sait pertinemment ou devrait savoir qu'il a bénéficié d'une information d'initié.

3.6.4 Scalping

Prises de position

Plusieurs participants (Nicolas Leu, SwissBanking, SwissHolding, Raiffeisen, Association des banquiers privés suisses, Homburger, Bär & Karrer, SFA, Baker & McKenzie) émettent des réserves sur le Cm 12 du projet (*scalping*). En résumé, il est souligné que le terme de *scalping* devrait être supprimé, car il peut aussi englober des opérations boursières légales ; il faut différencier ce qu'est une recommandation publique ; il faut préciser que les positions propres d'un négociant en valeurs mobilières ne doivent pas être publiées à chaque recommandation ; les faits n'ont pas la caractéristique de l'achat ou de la cession, et le *scalping* n'est pas un problème de manipulation du marché, mais de délit d'initié.

Appréciation

Le message (p. 6357) utilise la formulation prévue au Cm 12 du projet pour nommer explicitement le *scalping* comme exemple d'exploitation d'informations d'initiés. Malgré les explications du message, la formulation de l'art. 33e al. 1 let. a LBVM n'indique pas clairement qui, en tant que *scalper*, possède des valeurs mobilières sans les acquérir ni les aliéner. La recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières sans acquisition ou cession propres relève uniquement de l'art. 33e al. 1 let. c LBVM. C'est pourquoi le Cm 12 du projet est adapté à l'ancien Cm 14 de la Circ.-FINMA 08/38. La disposition constitue désormais le Cm 15.

3.7 Art. 33f de la loi sur les bourses

3.7.1 Signaux trompeurs

Prises de position

SwissBanking, SIX Exchange Regulation, Homburger et Baker & McKenzie déclarent au sujet du Cm 14 du projet qu'un signal non trompeur peut aussi influencer le comportement sur le marché d'un acteur expérimenté connaissant bien le marché, alors que le chiffre marginal assimile le signal à une tromperie et ne définit pas celle-ci, mais l'influence exercée sur l'acteur du marché. Homburger ajoute qu'il faudrait parler d'acteur moyen du marché comme au Cm 8 du projet, car il n'existe aucune raison de renvoyer à deux comportements de référence différents. SwissBanking demande une définition plus précise de l'expression « acteur connaissant le marché ». SwissHoldings souhaite la suppression du terme « notamment », car il élargit une clause générale déjà suffisamment vaste, ce qui rend toute interprétation presque impossible. Enfin, Baker & McKenzie propose un schéma de contrôle détaillé concernant la définition des signaux trompeurs.

Appréciation

La formulation du Cm 14 du projet donnait effectivement l'impression qu'il s'agissait d'une définition de la tromperie, alors que l'objectif était de définir le terme de signal. Le chiffre marginal est modifié comme suit : « Un signal au sens de l'art. 33f LBVM existe s'il est propre à influencer le comportement sur le marché d'un acteur expérimenté connaissant bien le marché. »

L'objection concernant les deux comportements de référence différents aux Cm 8 et 14 du projet est fondée. La partie consacrée à l'information d'initié fait désormais également référence à un acteur expérimenté connaissant bien le marché (cf. le nouveau Cm 10 de la circulaire révisée).

Le terme « notamment » est supprimé. Ici aussi, il est procédé une harmonisation avec le délit d'initié, dont le champ d'application fait référence à un acteur expérimenté connaissant bien le marché (cf. au demeurant le message, p. 6358).

On renonce à décrire un schéma de contrôle. La garantie d'une sécurité juridique totale n'est pas possible dans ce domaine. La définition des signaux trompeurs est large à dessein afin de couvrir des faits qui ne sont pas encore connus aujourd'hui. Le législateur ne fournit en l'espèce aucune autre prescription généralement abstraite, de sorte que la FINMA n'entend pas limiter inutilement son appréciation technique. Des exemples de comportements typiques ont été donnés dans la mesure du possible.

3.7.2 Négoces algorithmiques

Prises de position

SwissHoldings et SIX Swiss Exchange estiment que la mention explicite du négoce algorithmique jette inutilement un soupçon sur les participants correspondants, car le fait de donner sciemment des signaux inadéquats est manipulateur et dès lors interdit, quel que soit le procédé utilisé. Baker & McKenzie indique que le négoce à haute fréquence fait de manière générale très peu l'objet des comportements énoncés au Cm 16 ss du projet, de sorte qu'il est en l'espèce incorrect de le mettre en avant. De plus, pour SwissBanking et Raiffeisen, l'expression « signaux inadéquats » laisse en l'occurrence une trop grande liberté d'interprétation.

Appréciation

Il est vrai qu'un comportement manipulateur enfreint l'art. 33f LBVM quel que soit le procédé utilisé. Le Cm 18 de la circulaire révisée vise à attirer l'attention des acteurs du marché sur le fait qu'une manipulation du marché est également possible avec des machines et que le respect de leurs procédures vis-à-vis de la loi et de l'ordonnance sur les bourses ainsi que de la circulaire doit être vérifié. Aucun soupçon n'est émis à l'encontre du négoce algorithmique ou du négoce à haute fréquence.

L'expression « signaux inadéquats » provient de la loi ; elle ne doit pas être expliquée plus avant en relation avec le négoce algorithmique.

3.7.3 Exemples de comportements : généralités

Prises de position

Certains participants (SwissBanking, Baker & McKenzie, SwissHoldings) émettent des réserves quant à la liste d'exemples de comportements contraires à l'art. 33f LBVM au Cm 16 ss du projet. L'une des principales critiques porte sur la mention de motifs, alors que ceux-ci ne sont pas nécessaires d'après la formulation de l'art. 33f LBVM pour que l'infraction soit réalisée.

Appréciation

Les critiques concrètes ou suggestions sont traitées ci-après dans le cadre de l'examen des différents exemples. Il convient toutefois de formuler une remarque préalable : il est vrai que l'art. 33f LBVM ne mentionne aucun motif. Les Cm 19 ss de la circulaire révisée visent cependant à exposer une liste non exhaustive d'exemples classiques qui sont issus de la pratique et qui contreviennent à l'interdiction de manipulation du marché. Cela ne signifie pas pour autant que les comportements en question seraient autorisés en l'absence de motif.

3.7.3.1 *Painting the tape*

Prises de position

SwissBanking déplore que le Cm 19 du projet (*painting the tape*) n'indique pas clairement à partir de quand l'apparence d'une activité du marché est donnée. SIX Exchange Regulation demande que la disposition soit complétée pour plus de clarté et qu'elle englobe également les ordres d'achat et de vente donnés dans un court laps de temps au même prix entre les mêmes parties. Nicolas Leu propose que seule la répartition d'un ordre en plusieurs petits montants sans motif économique objectif soit assimilée à *painting the tape* et que le négoce mutuel de valeurs mobilières entre plusieurs acteurs du marché, au-dessus de la valeur vénale, pour modifier le cours relève des *matched orders*. Baker & McKenzie critique le fait que l'activité décrite au Cm 19 du projet soit similaire au *market making* selon le Cm 29 du projet.

Appréciation

Painting the tape est précisé comme suit au Cm 22 de la circulaire révisée afin de le distinguer plus clairement des *wash trades*, du *market making* et des *matched orders* : « Saisie d'ordres d'achat de petit volume à un prix successivement plus élevé dans l'intention de simuler une demande accrue avec des cours croissants (*painting the tape*). »

3.7.3.2 *Wash trades*

Prises de position

SIX Exchange Regulation aimerait savoir pourquoi le terme « rapprochés » a été supprimé par rapport à la définition des *wash trades* du Cm 24 de la Circ.-FINMA 08/38. De plus, plusieurs participants exigent une différenciation plus claire avec le *market making*. Pour Baker & McKenzie, on peut se demander si le comportement cité relève vraiment, dans chaque cas, de l'art. 33f al. 1 let. a LBVM, car certains négoceurs ne peuvent pas envoyer de signaux.

L'ASA demande que les sociétés d'assurance avec une fortune liée puissent continuer à exécuter des acquisitions et cessions des mêmes valeurs mobilières au prix du marché entre une fortune liée et une autre, même si ces fortunes appartiennent à la même entité juridique. Celles-ci devant être gérées comme deux personnalités juridiques distinctes pour des raisons réglementaires, elles devraient également être traitées comme telles en l'espèce.

Appréciation

La définition des *wash trades* au Cm 23 de la circulaire révisée est complétée avec le terme « simultanées ». On s'assure ainsi que les acquisitions et cessions rapprochées ne seront pas toutes considérées comme des *wash trades*. De plus, on met alors en évidence qu'il s'agit de plusieurs transactions ; sinon, les signaux requis en vertu de l'art. 33f al. 1 let. 1 LBVM font vraisemblablement défaut. Enfin, l'intention de donner des signaux inadéquats ou trompeurs est également soulignée. La FINMA

estime que la différenciation avec le *market making* est claire. Par ailleurs, la disposition correspond désormais pratiquement à la circulaire en vigueur.

La problématique évoquée par l'ASA a été réglée en ajoutant l'intention liée aux *wash trades* au Cm 23 et par le Cm 38 de la circulaire révisée, selon lequel les opérations sur valeurs mobilières dont il est démontré qu'elles présentent une assise économique et correspondent à un comportement d'offre et de demande non biaisé ne contreviennent vraisemblablement pas à l'art. 33f LBVM.

3.7.3.3 *Cornering, parking et squeeze*

Prises de position

Baker & McKenzie pense que les comportements décrits ne permettent pas de faire la distinction avec les opérations d'un actionnaire majoritaire qui souhaite acquérir progressivement sur le marché le reste des actions d'une société. Le motif cité au Cm 22 du projet ne relève pas de l'art. 33f al. 2 let. b LBVM.

Appréciation

Dans un cas normal, la situation décrite par Baker & McKenzie ne relève pas du Cm 22 du projet (désormais Cm 25 de la circulaire révisée), car cet actionnaire ne recherche pas une distorsion des cours et que l'on ne peut pas supposer l'existence de signaux trompeurs en raison de la publicité des participations. Un tel comportement pouvant néanmoins être abusif dans un cas particulier, il n'est pas exonéré de manière générale. Pour souligner l'admissibilité de ce comportement, le Cm 38 de la circulaire révisée comprend désormais une supposition selon laquelle les opérations sur valeurs mobilières qui présentent une assise économique et correspondent à un comportement d'offre et de demande non biaisé ne contreviennent pas à l'art. 33f LBVM (cf. également le message, p. 6358).

3.7.3.4 Influence sur les prix des matières premières

Prises de position

SwissBanking, SwissHoldings, l'Association des banques étrangères en Suisse, Raiffeisen et Baker & McKenzie estiment qu'une base légale suffisante fait défaut pour le Cm 25 du projet. Concrètement, il est argué que la palette d'instruments contre la manipulation du marché doit rester axé sur les instruments financiers, que le Parlement a clairement refusé une nouvelle infraction pénale de délit d'initié et de manipulation du marché pour les matières premières, les métaux précieux et les devises et que l'influence sur les prix des matières premières n'est pas compatible avec la définition d'une « valeur mobilière ». De plus, cette influence n'est guère démontrable dans la pratique.

Appréciation

Cette disposition précise qu'il est interdit d'exercer une influence sur des valeurs mobilières admises au négoce de bourses suisses ou d'organisations analogues à une bourse, si leur sous-jacent est une

matière première. A cet égard, le message (p. 6358) indique que l'interdiction de manipulation du marché énoncé à l'art. 33f al. 1 let. b LBVM ne se limite pas aux transactions en valeurs mobilières, mais englobe celles portant sur la valeur sous-jacente – en l'espèce, des matières premières – pour autant qu'il en résulte des signaux erronés ou trompeurs concernant l'offre, la demande ou le cours des valeurs mobilières. La formulation du Cm 28 de la circulaire révisée est adaptée comme suit : « Exercice d'une influence sur les prix des matières premières dans l'intention de donner des signaux inadéquats ou trompeurs sur l'offre et la demande de valeurs mobilières. »

3.7.4 Opérations et comportements admis

3.7.4.1 Ajout de faits supplémentaires

Prises de position

SwissBanking, Homburger, l'Association des banquiers privés suisses, Baker & McKenzie, Bär & Karrer, SFA, Raiffeisen et CFA souhaitent que les comportements admis répertoriés dans la Circ.-FINMA 08/38 soient conservés dans la circulaire entièrement révisée ou que la liste des comportements admis soit complétée par des exemples supplémentaires. Des dispositions concernant le soutien du cours, la communication de l'émetteur et les *nostro-nostro inhouse crosses*, notamment, sont exigées. Bär & Karrer demande par ailleurs que les rachats privés d'actions propres, les rachats d'obligations et d'instruments financiers liés à des participations qui sont publiés à l'avance, les stabilisations de prix lors de placements publics de valeurs mobilières sur le marché secondaire et les stabilisations de prix lors de placements privés, annoncés publiquement, sur les marchés primaire et secondaire soient admis.

Appréciation

Nombre des comportements admis sont désormais régis par l'ordonnance sur les bourses en tant que *safe harbour* ; la FINMA ne fournit donc aucune explication supplémentaire. En particulier, la question concernant une définition du soutien de cours autorisé a été traitée dans cette ordonnance : le simple soutien de cours n'est plus autorisé. Il est en revanche accepté en tant que soutien des liquidités, mais peut en l'occurrence être assimilé au *market making*. Voir p. 4 et 9 du rapport explicatif du 5 mars 2013 concernant la révision de l'ordonnance sur les bourses.

Aucune déclaration n'est faite à dessein sur la communication des émetteurs avec les investisseurs et le public. Il va de soi qu'une communication conforme à la directive concernant la publicité événementielle et aux directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière ne viole pas l'art. 33f LBVM. Intégrer cela dans la circulaire laisserait cependant entendre – de manière erronée – que toute communication ne respectant pas les règles mentionnées pourrait poser problème.

Les stabilisations de prix modifient l'équilibre entre l'offre et la demande et enfreignent par définition l'art. 33f LBVM. La FINMA ne peut pas aller au-delà des *safe harbours* régis par l'ordonnance sur les bourses en les admettant de manière générale. Elle est toutefois libre d'estimer dans un cas précis qu'un comportement correspondant ne contrevient pas à l'art. 33f LBVM. En revanche, les rachats

d'obligations et d'instruments financiers liés à des participations qui sont publiés à l'avance ainsi que les rachats privés d'actions propres qui ne visent pas à donner des signaux inadéquats ou trompeurs respectent l'art. 33f LBVM.

On renonce ici à intégrer une disposition sur l'admissibilité des opérations sur valeurs mobilières hors d'un périmètre de confidentialité séparé (cf. Cm 15 de la Circ.-FINMA 08/38), car la FINMA ne peut contrôler les périmètres de confidentialité qu'auprès de ses assujettis, mais pas auprès de tous les autres acteurs du marché.

En revanche, les anciens Cm 16 (exécution d'opérations sur valeurs mobilières qui, nonobstant la connaissance d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours, ne sont pas fondées sur celles-ci) et Cm 34 (*nostro-nostro inhouse crosses*) sont repris dans la circulaire entièrement révisée. Ces deux dispositions correspondent désormais respectivement aux Cm 38 et 35, le premier relevant toutefois de l'art. 33e LBVM et non de l'art. 33f LBVM.

3.7.4.2 Arbitrage

Prises de position

Homburger estime que la définition de l'arbitrage admis au Cm 30 du projet est trop restrictive. Ce type d'arbitrage ne joue qu'un rôle secondaire, mais la formulation n'autorise pas explicitement les autres formes. Pour SwissBanking, le terme « quasi » offre une trop grande liberté d'interprétation. Baker & McKenzie précise qu'il existe également un arbitrage portant sur des valeurs mobilières différentes fortement corrélées.

Appréciation

La formulation du Cm 33 de la circulaire révisée est modifiée comme suit : « Soumission parallèle d'ordres d'achat et de vente sur des instruments financiers identiques ou différents (par ex. sur des places de négoce différentes) à des fins d'arbitrage. »

3.8 Abus sur d'autres marchés

Prises de position

Plusieurs participants (Association des banques étrangères en Suisse, SwissBanking, ASA, Homburger, Baker & McKenzie, SIX Exchange Regulation, Raiffeisen, ASG) se montrent critiques à l'égard du Cm 32 ss du projet et demandent au final la suppression des dispositions relatives au traitement des abus sur d'autres marchés. Le principal argument avancé est que la révision de la loi sur les bourses ne prévoirait pas une telle extension et les règles prévues n'auraient dès lors aucune base légale. De plus, le négoce de valeurs mobilières étrangères devrait être confié aux autorités locales et, dans tous les cas, la circulaire ne saurait interdire de fait en Suisse des comportements admis à l'étranger. Par ailleurs, on souligne que les règles de conduite sur le marché sont adaptées au négoce de valeurs

mobilières et qu'une application uniquement par analogie à d'autres marchés engendrerait des problèmes considérables en matière d'interprétation et de sécurité juridique.

Appréciation

En complément du rapport explicatif (p. 13 s.), il convient au préalable de rectifier deux malentendus : premièrement et contrairement à l'opinion de nombreux participants, le Cm 32 du projet (désormais Cm 41 de la circulaire révisée) ne repose pas sur la version révisée de la loi sur les bourses, mais sur les règles visant à garantir une activité irréprochable, qui concernent tous les assujettis sur le plan prudentiel et tous les intermédiaires financiers directement soumis. Deuxièmement, il faut préciser que les Cm 41 ss de la circulaire révisée n'entendent pas exporter le droit suisse à l'étranger, ni appliquer le droit sur les bourses à d'autres marchés.

Les dispositions révisées de la loi sur les bourses, qui ont un caractère de norme protectrice pour le négoce suisse de valeurs mobilières, ne constituent qu'un aspect partiel du champ d'application des exigences de garantie d'une activité irréprochable définies dans la législation sur les marchés financiers. Ces exigences vont au-delà des normes révisées et veillent, de manière générale, à ce que les personnes devant présenter toutes les garanties d'une activité irréprochable agissent conformément à la législation. Les dispositions des Cm 41 ss de la circulaire révisée ne découlent pas de la protection de la fonction en vertu de l'art. 1 de la loi sur les bourses, mais de la surveillance des établissements. En l'espèce, la FINMA a clairement l'intention d'appliquer de manière cohérente la définition de la garantie d'une activité irréprochable aux différents types d'autorisation. Par ailleurs, la circulaire révisée porte non seulement sur l'interprétation des nouveaux art. 33e et 33f LBVM, mais également sur tous les comportements sur le marché, notamment par l'intermédiaire de devoirs d'organisation. Les Cm 41 ss de la circulaire révisée ont donc un ancrage thématique. Il faut préciser que lors de l'évaluation de la garantie d'une activité irréprochable des assujettis, les règles applicables à la protection du négoce suisse de valeurs mobilières valent également par analogie pour les faits relatifs aux valeurs mobilières étrangères ou aux autres marchés.

A cet égard, il ne s'agit cependant pas d'appliquer le droit suisse à des faits survenus à l'étranger ou le droit sur les bourses à d'autres marchés. Si un comportement est admis à l'étranger, il n'entraînera pas une violation de la garantie d'une activité irréprochable en Suisse sur la base des dispositions des Cm 41 ss de la circulaire révisée. Une application – par analogie – de la circulaire à des faits survenant sur d'autres marchés implique que les agissements en question soient également répréhensibles là où ils sont commis. De plus, les situations correspondantes doivent être comparables : il faut, sur les autres marchés, des faits qui permettent un délit d'initié et une manipulation du marché.

Enfin, il faut noter que le délit d'initié et la manipulation du marché en relation avec des valeurs mobilières négociées en Suisse relèvent en soi de la garantie d'une activité irréprochable, mais que ce comportement de la part d'un assujetti sur un autre marché n'est pas en soi contraire à cette garantie sur la base des dispositions du Cm 32 ss du projet. La garantie d'une activité irréprochable est toujours évaluée au cas par cas. Dans son Cm 41 ss, la circulaire révisée indique juste qu'en matière de comportement sur le marché, un comportement correspondant à l'étranger et sur d'autres marchés peut également être significatif au niveau de la surveillance de l'établissement lors de l'évaluation de la garantie d'une activité irréprochable. Cela correspond à la pratique existante de la FINMA et a déjà

fait l'objet d'un traitement similaire par le passé. On peut citer comme exemple les manipulations du LIBOR qui sont intervenues sur des marchés de référence étrangers et que la FINMA a considérées comme relevant de la garantie d'une activité irréprochable en Suisse.

3.9 Devoirs d'organisation

3.9.1 Base légale

Prises de position

SIX Exchange Regulation s'interroge sur la base légale permettant de définir des devoirs d'organisation. L'ASA utilise cet argument pour s'opposer notamment à l'extension de la circulaire au secteur des assurances.

Appréciation

Les devoirs d'organisation s'adressent aux assujettis à la FINMA sur le plan prudentiel qui exercent des activités soumises à autorisation et, de ce fait, doivent garantir une activité irréprochable sur la base de normes juridiques spécifiques et respecter des prescriptions organisationnelles. Les devoirs énoncés dans le projet reflètent ce que la FINMA comprend dans le cadre d'une telle organisation et servent d'aide à l'interprétation au sens de la sécurité juridique.

La révision de la loi sur les bourses a modifié les bases légales en interdisant désormais la manipulation du marché et l'exploitation d'informations d'initiés également dans le droit de la surveillance, ces infractions pouvant par ailleurs être commises par tous les acteurs du marché. Avec les prescriptions juridiques spécifiques relatives à la garantie d'une activité irréprochable et à l'organisation, cette uniformisation constitue une base suffisante pour recommander aux personnes assujetties à la surveillance de la FINMA de respecter certains devoirs d'organisation.

3.9.2 Aucune approche générique

Prises de position

Plusieurs participants (ASG, SwissBanking, Bär & Karrer, SFA, ASA) estiment que les devoirs d'organisation du chapitre VII du projet ne sont pas suffisamment différenciés et que le principe *one size fits all* est appliqué à tort. Ils (ASG, SwissBanking, Groupe Mutuel) déplorent notamment que des devoirs d'organisation spécifiques aux négociants en valeurs mobilières doivent être appliqués à tous les autres assujettis sur le plan prudentiel.

Appréciation

L'introduction explicite d'une approche axée sur les risques au Cm 45 s. de la circulaire révisée crée au contraire la base requise pour une différenciation au cas par cas. Elle permet aux assujettis concernés par les devoirs d'organisation de déterminer de manière souple le respect des différentes obli-

gations en fonction de leur taille ainsi que du type et de la structure de leurs activités et, le cas échéant, de renoncer à des mesures d'atténuation des risques qui ne leur sont pas destinées. Par exemple, lors d'une estimation du risque, une SICAV qui a confié ses décisions de placement à un gestionnaire de placements collectifs de capitaux (cf. SFA par ex.) peut en arriver à la conclusion qu'elle ne doit pas respecter les devoirs d'organisation de la circulaire ou qu'elle ne doit les respecter que partiellement. Enfin, il n'y a aucune raison qu'un assujetti sur le plan prudentiel présentant une structure de risques comparable à celle d'un négociant en valeurs mobilières soit traité différemment de ce dernier pour les devoirs d'organisation, d'autant que la Circ.-FINMA 08/38 s'applique à ce négociant depuis des années déjà.

Par ailleurs, il est exact que les devoirs d'organisation de la circulaire reposent sur des règles qui ont été élaborées historiquement dans le secteur bancaire et ont fait leurs preuves pour les négociants en valeurs mobilières. Les assujettis sont toutefois libres de se soumettre à des règles d'organisation sur mesure qu'il convient selon eux de respecter eu égard au type de leurs activités ainsi qu'à leur taille et à leur structure. Si, compte tenu de ces règles, les assujettis concluent qu'une mesure prévue par la circulaire ne constitue plus, à leur niveau, de valeur ajoutée ni d'effet atténuateur des risques, il faut le consigner lors de l'estimation du risque.

En revanche, il n'est prévu aucune exemption générale de certains titulaires d'une autorisation comme le suggèrent l'ASG pour les titulaires d'une autorisation selon la loi sur les placements collectifs de capitaux et les intermédiaires financiers directement soumis ou SIX Swiss Exchange et BX Berne eXchange pour les bourses et les organisations analogues à une bourse. Sur la base des prescriptions relatives à la garantie d'une activité irréprochable et à l'organisation, la FINMA exige que tous les assujettis sur le plan prudentiel examinent au moins une fois par an dans quelle mesure ils sont concernés par les risques exposés dans la circulaire. La non-application éventuelle de certains devoirs d'organisation doit toujours résulter de ces réflexions.

Par ailleurs, les devoirs d'organisation du chapitre VII ne s'appliquent pas aux IFDS en vertu du Cm 4 de la circulaire révisée, car la FINMA estime qu'aucune prescription supplémentaire en la matière ne peut découler des obligations de diligence de la loi sur le blanchiment d'argent pour la surveillance du marché.

3.9.3 Questions pratiques sur l'estimation du risque

Prises de position

Plusieurs participants (SwissBanking, Bär & Karrer, ASA) souhaitent des critères plus clairs pour déterminer quels assujettis doivent effectuer une estimation annuelle du risque et lesquels peuvent, le cas échéant, y renoncer et à quelles conditions. CFA demande explicitement des règles plus précises sur le type et l'ampleur du risque, la probabilité de survenance et les conséquences possibles, qui faciliteraient, en tant que ligne directrice objective, une décision en faveur de l'introduction des devoirs d'organisation ou contre celle-ci et la définition de leur étendue.

On craint par ailleurs que l'élaboration d'une estimation du risque n'engendre une charge supplémentaire considérable qui ne se justifie notamment pas pour les assujettis déjà tenus de recenser les

risques de façon similaire en vertu d'autres prescriptions légales (SwissBanking, Raiffeisen, SIX Swiss Exchange, Association des banques étrangères en Suisse).

Appréciation

Il incombe aux assujettis d'élaborer des critères et de fixer des limites en fonction de leur modèle d'affaires. Un catalogue de critères de délimitation défini par la FINMA serait générique et incomplet et risquerait de ne pas tenir compte de manière adéquate de certains assujettis et/ou de leur conférer une sécurité trompeuse. Par ailleurs, l'exigence d'une estimation du risque doit inciter les assujettis sur le plan prudentiel à examiner régulièrement leur situation en matière de risques dans le cadre du champ d'application de la circulaire, sans être préjudiciable à leur évaluation.

Des doublons ne sont pas souhaités lors de l'estimation du risque. Quiconque en tant qu'assujetti doit déjà établir un rapport sur les risques en vertu d'autres prescriptions légales (par ex. les banques et les négociants en valeurs mobilières dans le cadre de l'évaluation des risques et du contrôle inhérents à la circulaire 08/24 « Surveillance et contrôle interne – banques ») peut intégrer dans ce rapport, sans autres formalités, les questions devant être examinées d'après la circulaire. La procédure devra être convenue avec la société d'audit. Il est cependant nécessaire que l'estimation du risque selon la circulaire soit effectuée au moins une fois par an. Si l'analyse révèle que la situation en matière de risques n'a pas changé au fil du temps, le rapport ne doit pas être actualisé. Dans ce cas, les coûts demeurent faibles après la première analyse.

3.9.4 Traitement des opérations abusives sur le marché

3.9.4.1 Clarification, renonciation à participer, réserve de l'OBA-FINMA

Prises de position

SwissBanking craint que contrairement à la formulation claire du Cm 38 du projet, la mention de l'ordonnance de la FINMA sur le blanchiment d'argent ne requiert implicitement une surveillance systématique des clients qui sont des initiés primaires et obtiennent un avantage pécuniaire de plus de 1 million de francs. Homburger ajoute qu'aucun processus fiable ne peut être mis en place afin de faire une distinction entre les avantages pécuniaires réalisables.

D'après Baker & McKenzie, il faut veiller à ce qu'une participation ne doive être refusée que dans des cas précis. Sinon, il existe un risque de responsabilité non transférable en raison d'une exécution tardive.

Appréciation

Le Cm 47 de la circulaire révisée n'explique pas en détail les obligations de la législation sur le blanchiment d'argent. La réserve concernant l'art. 19 OBA-FINMA indique uniquement que cette disposition est applicable et qu'on ne saurait y déroger, par exemple, par l'intermédiaire de la circulaire « Règles de conduite sur le marché ». De même, les explications aux p. 14 s. du rapport explicatif

constituaient une aide, puisqu'elles exposaient les situations pouvant éventuellement relever des infractions sous-jacentes au blanchiment d'argent. Il faut faire la distinction entre les obligations de clarification du Cm 47 de la circulaire révisée et celles de la législation sur le blanchiment d'argent. Les prescriptions relatives à la garantie d'une activité irréprochable et à l'organisation ainsi que les règles de traitement des opérations présentant des risques constituent la base légale du Cm 47 de la circulaire révisée. Ces normes valent parallèlement à la législation sur le blanchiment d'argent.

Les indices qui laissent présager une opération abusive sur le marché et peuvent contraindre les assujettis à renoncer à y participer doivent être identifiables dans le service interne qui traite la transaction. De même, les indices doivent pouvoir être identifiés dans le cadre de l'activité commerciale usuelle avec un client. Par exemple, il ne s'agit pas d'indices qui ne sauraient être manifestes en raison des barrières à l'information séparant différents services. Les grands établissements ne sont pas tenus de rassembler toutes les informations dont ils disposent pour découvrir ces indices. Il faut en revanche toujours agir en cas d'indices ne pouvant manifestement pas être ignorés.

3.9.4.2 Obligation d'annoncer en vertu de l'art. 29 LFINMA

Prises de position

Baker & McKenzie et SwissBanking se demandent à partir de quel moment on est en présence d'une information déclenchant l'obligation d'annoncer en vertu du Cm 38 du projet.

CFA trouve que cette obligation ne va pas assez loin et demande que les assujettis déclarent déjà les manquements manifestes d'après le Cm 37 du projet aux autorités de surveillance. Sinon, une application cohérente des règles de conduite sur le marché n'est pas réalisable.

Appréciation

Le Cm 48 de la circulaire révisée exige également des indices clairs d'une violation de l'art. 33e ou de l'art. 33f LBVM, même s'il n'y a pas d'obligation de recherche ultérieure d'après le Cm 46 du projet. La FINMA estime qu'aucune déclaration d'annoncer plus large ne découle de l'art. 29 LFINMA et que celle-ci nécessiterait par conséquent une base légale spécifique. Au demeurant, il est renvoyé aux explications concernant l'application de l'art. 29 al. 2 LFINMA dans le rapport explicatif (p. 15).

3.9.5 Barrières à l'information

3.9.5.1 Remarques générales

Prises de position

L'ASA déplore que les règles relatives aux barrières à l'information soient très vastes et axées sur une banque d'investissement, alors que les autres assujettis ne rencontrent ce problème que s'ils acquièrent ou cèdent une partie d'une entreprise et que des valeurs mobilières cotées en bourse sont concernées.

SwissBanking ne comprend pas pourquoi les *safe harbours* sont supprimés de manière générale et demande de retenir une formulation qui tienne compte du fait que l'usage abusif d'informations ne peut jamais être totalement exclu. Raiffeisen se range à ce dernier avis.

Appréciation

L'approche fondée sur les risques tient compte de la situation différente des assujettis concernant l'existence d'informations d'initiés. Seule une personne disposant effectivement de celles-ci est tenue de définir son organisation de manière correspondante et de surveiller le traitement de ces informations.

Les *safe harbours* concernant l'interdiction des abus de marché sont désormais définis dans l'ordonnance sur les bourses. Dans sa circulaire, la FINMA indique ponctuellement les comportements qu'elle estime abusifs sur le plan légal, les cas dans lesquels elle suppose une action conforme à la législation et comment elle entend apprécier la situation au cas par cas.

3.9.5.2 Séparation entre information d'initié et prise de décision

Prises de position

SwissBanking, Raiffeisen et Homburger pensent que le Cm 40 du projet est trop vaste et qu'il n'est pas applicable. Homburger ajoute que d'après la formulation du projet, le responsable du négoce ne pourrait plus être membre de la direction.

De plus, SwissBanking et SFA soulignent qu'il était possible de communiquer des informations (*wall crossing*) avec la Circ.-FINMA 08/38, alors que cela ne ressort plus du projet.

Raiffeisen souhaite davantage de cohérence et argue que le projet laisse de côté les collaborateurs des unités de crédit, qui devaient être organisées de manière indépendante en vertu des Cm 61 et 62 de la Circ.-FINMA 08/38. La mise en œuvre de cette prescription a nécessité une charge considérable, qui n'est manifestement plus utile.

Appréciation

Le Cm 50 de la circulaire révisée est adapté et la partie « ni aucune autre personne physique qui pourrait exercer une influence sur la décision de négoce sur ces valeurs mobilières » est supprimée. On s'assure ainsi que la personne qui décide du négoce des valeurs mobilières et des instruments financiers n'a aucune information d'initié les concernant et que quiconque détient cette dernière ne prend aucune décision. Cette réglementation est suffisante pour obtenir la protection recherchée à l'art. 33e LBVM et elle ne complique pas outre mesure les processus internes et les organisations.

La communication licite d'informations (*wall crossing*) fait désormais l'objet de l'art. 55g LBVM, ce qui rend superflue toute disposition dans la circulaire. Il faut en revanche préciser que les opérations sur valeurs mobilières dans les autres secteurs d'activités sont admissibles dès lors que les informations d'initiés peuvent être isolées dans des périmètres de confidentialité (cf. Cm 52 Circ.-FINMA 08/38).

Les Cm 49 ss de la circulaire révisée regroupent désormais toutes les dispositions relatives aux barrières à l'information et aux périmètres de confidentialité. L'approche fondée sur les risques confère aux établissements concernés une marge de manœuvre plus importante que l'ancien régime : la séparation d'une unité de crédit n'est à présent requise que si celle-ci a effectivement accès à des informations d'initiés.

3.9.6 Surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs

3.9.6.1 Ayants droit économiques et procurations sur les comptes et dépôts

Prises de position

Plusieurs participants (SwissBanking, Association des banques étrangères en Suisse, Homburger) arguent que les ayants droit économiques ne pourraient pas obtenir d'une banque tierce des informations sur les dépôts et comptes correspondants pour les mettre à la disposition de leur employeur. La surveillance des dépôts et des comptes pour lesquels un collaborateur ne détient qu'une procuration est également trop large.

Appréciation

La consultation à tout moment de toutes les activités de négoce privées des collaborateurs doit déjà être garantie en vertu de la Circ.-FINMA 08/38.¹⁴ Avec le nouveau régime, les collaborateurs doivent s'organiser de façon à pouvoir fournir les informations demandées en cas de besoin. Aucun mandat de surveillance permanent devant être respecté impérativement n'est dès lors confié aux assujettis. En l'espèce, l'approche fondée sur les risques garantit la souplesse des dispositions, qui peuvent être appliquées selon les besoins, par exemple en définissant des règles différentes en fonction des catégories de collaborateurs. Si un assujetti ne dispose d'aucune information d'initié, il est même envisageable de se retrancher derrière le Cm 55 de la circulaire révisée et de ne prévoir aucune surveillance des transactions des collaborateurs. Dès qu'il y a des informations d'initiés, la norme minimale englobe une possibilité de consultation à tout moment.

3.9.6.2 Surveillance des transactions pour compte propre des membres du conseil d'administration

Prises de position

De nombreux participants (SwissBanking, ASA, Association des banques étrangères en Suisse, Raiffeisen) estiment intolérable que les prescriptions concernant la surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs s'appliquent désormais explicitement aux administrateurs également. Cela est pratiquement impossible pour les administrateurs non exécutifs dont le domicile et les relations bancaires sont à l'étranger. Pour ce qui est des autres membres du conseil d'administration, ceux-ci ont, par définition, une certaine distance par rapport aux affaires courantes et ne peuvent dès lors guère être à l'origine d'informations d'initiés, à l'exception de celles touchant leur propre établis-

¹⁴ Cf. ch. 10 de la foire aux questions (<http://www.finma.ch/f/faq/beaufsichtigte/pages/faq-marktverhalten.aspx>).

sement. De manière générale, une telle disposition peut, au plus, être appliquée aux administrateurs exécutifs domiciliés en Suisse, car elle peut alors être inscrite dans le contrat de travail.

Appréciation

Le champ d'application prévu pour la surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs n'est pas délimité, de sorte que ces dispositions s'appliquent également aux membres du conseil d'administration. La FINMA considère ces transactions du point de vue de l'organisation et de la garantie d'une activité irréprochable ; les assujettis doivent pouvoir se représenter leur situation correspondante en matière de risques. Les membres du conseil d'administration de tous les établissements assujettis sont des personnes devant présenter toutes les garanties d'une activité irréprochable, même s'ils ne sont pas domiciliés en Suisse. De plus, il n'est pas rare dans la pratique qu'ils aient accès à des informations d'initiés, en particulier lorsqu'il s'agit d'acquisitions ou de cessions stratégiques de parties de l'entreprise, comme le montrent notamment les nombreuses enquêtes de délits d'initiés que la FINMA a menées à l'encontre d'administrateurs ces dernières années. Par ailleurs, la consultation des relations de dépôt et de compte des membres du conseil d'administration permet aux entreprises de contrôler la divulgation des transactions des dirigeants. Le Cm 55 de la circulaire révisée autorise cependant une surveillance distincte des différentes catégories de collaborateurs. Il est donc envisageable, même parmi les membres du conseil d'administration, de faire la distinction, par exemple, entre une activité exécutive ou non-exécutive et entre un domicile en Suisse ou à l'étranger. Pour ce qui est des administrateurs non exécutifs domiciliés à l'étranger, on pourrait renoncer à la divulgation des opérations qui ne sont absolument pas liées à la marche des affaires de la société en question. De même, il est évident que les administrateurs d'établissements de petite taille peuvent faire l'objet d'une surveillance différente que dans les établissements assujettis plus grands. Le Cm 55 offre en l'espèce une vaste flexibilité ; il est toutefois interdit de n'exercer aucune surveillance lorsque des risques existent.

3.9.6.3 Catégories de collaborateurs

Prises de position

SwissBanking se demande pourquoi la surveillance des comptes est nécessaire pour prévenir les opérations d'initiés.

Pour l'ASA, l'approche fondée sur les risques ne fournit aucun allègement en la matière. En particulier, l'obligation de garantir la communication de toutes les relations de compte et de dépôt pertinentes devrait se limiter aux collaborateurs des salles de marché des négociants en valeurs mobilières.

Appréciation

Veillez vous reporter à l'appréciation du ch. 3.9.6.2 ci-dessus.

A titre complémentaire, il faut préciser que dans un cas normal, les mouvements de dépôt ne peuvent être identifiés qu'à l'aide des relevés de compte, car ceux de dépôt donnent uniquement un aperçu

statique de l'état du dépôt au moment où ils sont délivrés. Le Cm 51 de la circulaire révisée indique que seules les relations de compte en lien avec les dépôts doivent être surveillées.

3.9.7 Watch list et restricted list

Prises de position

L'ASA souligne que les termes *watch list* et *restricted list* sont inhabituels pour les assurances, les directions de fonds et les gérants de fortune, car ils ont une autre signification dans leur jargon.

SIX Exchange Regulation et SIX Swiss Exchange arguent que la tenue d'une *watch list* dépasserait leurs capacités et entraînerait également des doublons avec des processus et documentations existants.

Appréciation

Il est capital que les assujettis établissent des listes avec les informations requises aux Cm 57 et 58 de la circulaire révisée, dans la mesure où cela est approprié selon leur estimation du risque. La dénomination de ces listes est laissée à la libre appréciation des assujettis et peut être convenue individuellement avec la société d'audit.

Si des assujettis ont élaboré des restrictions détaillées sur le négoce des titres cotés parce qu'ils ont accès à de nombreuses informations d'initiés en la matière et qu'une telle mesure semble adéquate (bourses, par ex.), ils peuvent en conclure dans le cadre de leur estimation du risque que la tenue d'une *watch list* et d'une *restricted list* ne leur apporte aucun avantage supplémentaire et n'atténue pas leurs risques.

3.9.8 Devoirs d'enregistrement

3.9.8.1 « Faits relevant du droit de la surveillance »

Prises de position

Plusieurs participants (SwissBanking, Association des banques étrangères en Suisse, Raiffeisen) demandent que l'expression « faits relevant du droit de la surveillance conformément à la présente circulaire » au Cm 49 du projet soit précisée.

Appréciation

Le Cm 59 de la circulaire révisée se réfère aux faits couverts par les art. 33e et 33f LBVM et par les chapitres III à VI de la circulaire. Il est complété en conséquence.

3.9.8.2 Devoirs d'enregistrement pour les collaborateurs hors des salles de marché et pour les téléphones portables privés

Prises de position

Plusieurs participants (SwissBanking, Association des banques étrangères en Suisse, Association des banquiers privés suisses, ASA, SIX Exchange Regulation, Homburger, Raiffeisen, Baker & McKenzie, Bär & Karrer) considèrent notamment que l'extension des devoirs d'enregistrement aux collaborateurs hors des salles de marché des négociants en valeurs mobilières et aux téléphones portables privés est disproportionnée et injustifiée.

CFA demande que les discussions de travail entre les gestionnaires de fonds, les analystes, les négociants et les représentants des entreprises soient également enregistrées.

Appréciation

Les Cm 60 et 61 de la circulaire révisée ont été adaptés. Les devoirs d'enregistrement relatifs aux entretiens téléphoniques se limitent, comme auparavant, aux collaborateurs qui travaillent dans le négoce de valeurs mobilières dans la salle de marché, mais les téléphones portables privés et professionnels doivent également être surveillés. Si les entretiens effectués avec des téléphones portables privés ne doivent ou ne peuvent pas être enregistrés, leur utilisation devra être interdite. Lorsque l'utilisation de téléphones portables est interdite de manière générale dans la salle des marchés, aucun enregistrement ne doit être réalisé.

Ces enregistrements ainsi que la correspondance électronique et les relevés des connexions établies avec les téléphones professionnels (relevé des connexions individuelles) de tous les collaborateurs qui travaillent dans le négoce de valeurs mobilières ainsi que des collaborateurs qui, selon l'estimation du risque, sont particulièrement exposés au risque de recevoir des informations déterminantes pour la surveillance du marché doivent être conservés pendant au moins deux ans et leur accès, sans modification, doit être garanti au besoin à la FINMA.

3.9.9 Négoce à haute fréquence / Négoce algorithmique

Prises de position

SIX Swiss Exchange considère qu'il est incompréhensible de mettre particulièrement en avant le négoce à haute fréquence, car toute manipulation est interdite. Baker & McKenzie estime que les explications du Cm 52 du projet sont superflues, car elles ne font que reprendre le texte de loi.

Plusieurs participants (SwissBanking, Bär & Karrer, Raiffeisen, Baker & McKenzie) souhaitent que l'obligation de documentation soit précisée. Ils pensent qu'elle devrait être plutôt rudimentaire afin de rester compréhensible pour des tiers. SIX Swiss Exchange aimerait renoncer à cette obligation en général.

CFA indique qu'une prise en compte, sans jugement de valeur, du négoce à haute fréquence n'est guère plus d'actualité et demande que la formulation du Cm 53 du projet soit complétée afin d'avoir à tout moment une documentation des stratégies compréhensible pour des tiers.

Appréciation

Les indications du ch. 3.7.2 s'appliquent. Le Cm 62 de la circulaire révisée informe les assujettis que le négoce algorithmique et le négoce à haute fréquence doivent également être contrôlés en relation avec les normes d'interdiction de l'art. 33f LBVM et que, le cas échéant, des précautions doivent aussi être prises dans ce domaine contre des abus de marché.

Les systèmes de négoce algorithmique seront documentés selon le Cm 63 de la circulaire révisée notamment en relation avec un éventuel abus de marché. Il doit par exemple être compréhensible s'il s'agit d'une stratégie d'arbitrage ou d'un algorithme VWAP. A cet égard, la documentation peut se limiter aux principales caractéristiques.

Les explications concernant le négoce à haute fréquence et le négoce algorithmique ne portent aucun jugement de valeur. L'appréciation éventuelle de ces stratégies de négoce n'est pas l'objet de cette circulaire.

3.9.10 Audit

Prises de position

La commission technique Audit bancaire de la Chambre fiduciaire demande une harmonisation des dispositions relatives aux audits du Cm 54 du projet avec la Circ.-FINMA 13/03 « Activités d'audit ».

L'ASG exige que les IFDS soient exemptés de manière générale des obligations d'audit selon le Cm 54 du projet, car les sociétés d'audit agréées par la FINMA pour les IFDS ne sont pas techniquement en mesure d'y répondre.

Appréciation

La demande de la commission technique est prise en considération.

Concernant l'audit des IFDS, il faut noter que les devoirs d'organisation du chapitre VII de la circulaire entièrement révisée ne s'appliquent pas aux IFDS en vertu du Cm 4 de celle-ci.

3.10 Autres nouveautés

3.10.1 Système de négoce VWAP admis pour les programmes de rachat

En Europe et aux Etats-Unis, les programmes de rachat sont notamment réalisés en appliquant un cours moyen pondéré du volume (VWAP)¹⁵. Les négociants en valeurs mobilières sont chargés par les émetteurs de racheter leurs propres titres au VWAP. L'émetteur ne peut pas contrôler le prix auquel les instruments financiers sont acquis. De plus, les algorithmes sous-jacents au VWAP conduisent généralement à un comportement de rachat réactif qui ménage le marché, car les transactions sont réparties sur toute la journée et exécutées conformément aux volumes et aux prix traités et attendus à court terme. Tant que les rachats effectués avec des algorithmes VWAP n'entraînent aucune distorsion des cours (par ex. en raison d'un paramètre *price completion*), on suppose un comportement intègre sur le marché. Une hypothèse correspondante a été ajoutée au Cm 39 de la circulaire révisée.

3.10.2 Stabilisation des cours en cas de placement public de valeurs mobilières sans participation de l'émetteur

Lorsque l'émetteur ne participe exceptionnellement pas à un placement public de valeurs mobilières, par exemple lorsqu'un gros actionnaire propose publiquement à la vente une partie de sa participation, les participants à ce placement public risquent de sortir du champ d'application du *safe harbour* de l'art. 55e LBVM en cas de stabilisation des cours, si l'émetteur ne remplit pas ses obligations en vertu de l'art. 55e let. e et f LBVM. Pour éviter cela, on suppose au Cm 40 de la circulaire révisée qu'il n'y a aucune infraction à l'art. 33f LBVM dans un tel cas, pour autant que les participants respectent toutes les autres règles du *safe harbour*. Une réglementation analogue à l'art. 9 al. 3 du règlement (CE) n° 2273/2003 de la Commission (dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers) selon laquelle les obligations d'information concernant la stabilisation peuvent être satisfaites non seulement par l'émetteur, mais également par les soumissionnaires ou les entités entreprenant la stabilisation, irait à l'encontre de la formulation de l'art. 55e let. e et f LBVM et ne peut dès lors pas être introduite.

3.10.3 Comportement pendant les interruptions de négoce

Les art. 55b al. 1 let. e et 55e let. d LBVM interdisent la fixation de cours pendant les interruptions de négoce et les fixings d'ouverture et de clôture à tout acteur du marché qui souhaite bénéficier des dispositions de *safe harbour* de l'ordonnance sur les bourses. Le Cm 36 de la circulaire révisée précise que les cours déjà fixés ne doivent pas être supprimés pendant les interruptions de négoce. Il y a deux raisons à cela : premièrement, c'est une question pratique, car les négociants ne remarquent pas toujours l'interruption du négoce. Deuxièmement, la suppression et/ou la modification de cours pendant des interruptions de négoce pourraient, le cas échéant, enfreindre l'art. 33e ou 33f LBVM.

¹⁵ Le VWAP correspond au rapport entre le volume de négoce qualitatif (valeur) sur une période donnée (en général, un jour de négoce) et le volume de négoce quantitatif d'un instrument financier.

3.11 Dispositions transitoires

Prises de position

Raiffeisen, l'ASA, SwissBanking et SIX Swiss Exchange souhaitent unanimement que le délai transitoire soit fixé à 12 mois. De plus, SwissBanking se demande à partir de quand ou pour quel exercice comptable un rapport au sens du Cm 37 du projet devra être établi pour la première fois.

Appréciation

Le délai transitoire de mise en œuvre des devoirs d'organisation est prolongé jusqu'au 1^{er} janvier 2015, notamment eu égard aux établissements qui ne sont pas soumis à la Circ.-FINMA 08/38. En revanche, l'estimation du risque devra déjà être réalisée d'ici au 1^{er} avril 2014.

4 Appréciation des effets de la réglementation

Les explications des chapitres III à V du projet servent à l'application d'un droit supérieur. Elles indiquent comment la FINMA entend apprécier la situation en matière de délit d'initié et de manipulation du marché et ne génèrent aucuns frais supplémentaires. Cela vaut également pour les explications du chapitre VI, qui comporte des précisions de la FINMA sur la mise en œuvre de la pratique existante concernant la garantie d'une activité irréprochable.

Les devoirs d'organisation du chapitre VII du projet sont nouveaux pour tous les assujettis, à l'exception des banques et des négociants en valeurs mobilières. Leur application devrait dès lors s'accompagner d'une charge supplémentaire notable dans un premier temps, en particulier la première année. Si la situation en matière de risques demeure inchangée durant les années suivantes, l'ampleur des coûts correspondants ne sera pas comparable. Ceux-ci sont principalement liés à l'évaluation des modifications éventuelles des composantes du risque. Aucune charge supplémentaire importante n'est attendue pour les banques et les négociants en valeurs mobilières. Par rapport à la Circ.-FINMA 08/38, la concentration accrue sur les composantes du risque pourrait même se traduire par une diminution de la charge correspondante. Dans ce contexte, il convient de préciser à nouveau que la circulaire entièrement révisée et son approche fondée sur les risques ne visent pas à créer des doublons ou des redondances dans l'estimation du risque. Si des éléments de cette dernière existent déjà, ils peuvent entrer dans le champ d'application de cette circulaire. Pour ce qui est des devoirs d'enregistrement, on suppose que les progrès fulgurants dans ce domaine observés ces dernières années ne devraient pas causer de coûts supplémentaires, en particulier pour l'obligation de conservation étendue.

Les éventuelles dépenses des assujettis doivent être mises en parallèle avec la prévention ou, du moins, la réduction des risques de réputation et des risques juridiques et leurs coûts correspondants. Les devoirs d'organisation de la circulaire entièrement révisée proposent aux assujettis une ligne directrice pour éviter la concrétisation des risques liés à l'abus de marché.

5 Prochaines étapes

La FINMA a analysé attentivement les prises de position reçues et les critiques émises et elle en a tenu compte dans la rédaction de la circulaire, pour autant que cela soit possible dans le cadre légal et judicieux sous l'angle du droit de la surveillance. Dès lors, la version définitive de la circulaire entièrement révisée « Règles de conduite sur le marché » a fait l'objet de nombreuses précisions, de plusieurs ajouts matériels et de quelques adaptations formelles par rapport au projet.

La circulaire entièrement révisée « Règles de conduite sur le marché » entrera en vigueur le 1^{er} octobre 2013.