

Circulaire 2018/1

Systemes organisés de négociation

Rapport de la FINMA sur les résultats de l'audition relative au projet de circulaire « Systemes organisés de négociation », qui a eu lieu du 28 septembre au 9 novembre

25 janvier 2017

Table des matières

Eléments essentiels	3
Liste des abréviations.....	4
1 Introduction	5
2 Prises de position reçues	6
3 Résultats de l'audit et évaluation par la FINMA	6
3.1 Désignation de l'utilisateur du système.....	6
3.2 Champ d'application territorial (Cm 3 et 4)	7
3.3 Définition du système organisé de négociation (Cm 5 à 15)	8
3.4 Définition de la négociation selon des règles discrétionnaires (Cm 17)	9
3.5 Définition de la négociation multilatérale (Cm 20 à 22)	10
3.6 Définition de la négociation bilatérale (Cm 23)	12
3.7 Définition des instruments financiers (Cm 24)	12
3.8 Exception concernant le marché primaire et les instruments financiers conçus spécialement pour un client (Cm 25)	13
3.9 Complément aux dérivés OTC (concernant le Cm 25).....	15
3.10 Obligations des exploitants de systèmes organisés de négociation multilatérale et bilatérale (Cm 26 à 42)	16
3.11 Garantie d'une négociation ordonnée (Cm 31 à 35).....	19
3.12 Définition du marché liquide (Cm 37 à 40).....	20
3.13 Obligation de déclarer pour les SON (Cm 42)	21
4 Suite de la procédure	21

Eléments essentiels

1. La concrétisation des dispositions de la LIMF relatives aux systèmes organisés de négociation, qui est basée sur des principes, suscite un large consensus.
2. La définition du système organisé de négociation (SON) a encore été peaufinée afin que l'indispensable sécurité juridique soit garantie pour les personnes et entités concernées.
3. La notion de négociation effectuée selon des règles discrétionnaires est complétée spécialement pour les systèmes organisés de négociation bilatérale de la mention selon laquelle l'exploitant décide de la réception ou du refus d'un contrat.
4. Les obligations de l'exploitant d'un SON diffèrent selon que la négociation est multilatérale ou bilatérale. L'exploitant d'un système de négociation bilatérale n'est pas tenu de séparer cette activité de ses autres activités.
5. L'exploitant d'un système organisé de négociation multilatérale n'a pas le droit de négocier pour compte propre sur le système qu'il exploite. Ce principe ne s'applique pas si l'exploitant est soumis aux mêmes règles que les autres utilisateurs de son SON et que l'égalité de traitement est garantie sur le plan technique pour tous les participants.
6. Les transactions sur le marché primaire et la vente de produits élaborés spécialement pour un client ne sont pas soumises à la réglementation des SON. Il est en outre souligné dans le rapport soumis à audition que cette règle vaut en particulier pour l'élaboration de dérivés dans le cadre d'un contrat bilatéral.

Liste des abréviations

FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
LB	Loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne (loi sur les banques ; RS 952.0)
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 (RS 956.1)
LIMF	Loi fédérale du 19 juin 2015 sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés (loi sur l'infrastructure des marchés financiers ; RS 958.1)
MiFID	Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, JO L 145 du 30 avril 2004
MiFID II	Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant les directives 2002/92/CE et 2011/61/UE, JO L 173/349 du 12 juin 2014
OIMF	Ordonnance du Conseil fédéral relative à la loi fédérale sur l'infrastructure des marchés financiers (ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers ; RS 958.11)
SON	Système organisé de négociation
OTC	Hors bourse / <i>over the counter</i>
SI	Internalisateur systématique / <i>systematic internaliser</i> (MiFID)

1 Introduction

La concrétisation des dispositions de la LIMF relatives aux systèmes organisés de négociation, qui est basée sur des principes, suscite un large consensus.

La délimitation de la notion de SON au travers de critères qualitatifs est elle aussi saluée. Cependant, les participants à l'audition font valoir que les définitions doivent être plus concrètes, en particulier celle des systèmes organisés de négociation bilatérale, afin que cette activité de l'exploitant puisse être distinguée de ses autres activités. La notion de SON est davantage encore concrétisée afin que des sécurités juridiques supplémentaires soient garanties aux personnes et entités concernées.

Il est par ailleurs ressorti de l'audition que la délimitation entre négociation multilatérale et négociation bilatérale ainsi que l'obligation de séparer cette activité d'autres activités doivent être davantage différenciées. Désormais, les obligations des exploitants de SON sont distinctes selon que la négociation est multilatérale ou bilatérale. Les obligations de séparation ne sont plus prévues que pour les systèmes organisés de négociation multilatérale. De plus, l'exploitant est autorisé à effectuer des négociations pour compte propre sur son SON multilatéral dès lors qu'il se soumet aux mêmes règles que les autres utilisateurs et que, du point de vue technique, l'égalité de traitement de tous les utilisateurs du système est garantie.

Les transactions sur le marché primaire et la vente de produits élaborés spécialement pour un client ne sont pas soumises à la réglementation des SON. De plus amples explications sont fournies dans le rapport soumis à audition. Il est en outre souligné que ce principe vaut en particulier pour l'élaboration de dérivés dans le cadre d'un contrat bilatéral. Il est ainsi tenu compte de l'intérêt de la branche à ce qu'une sécurité juridique soit garantie dans ce domaine. Dans le même temps, la possibilité de remplir d'éventuelles obligations liées au négoce sur des plates-formes de négociation reste ouverte pour le négoce de dérivés via des systèmes organisés de transaction multilatérale.

Le présent rapport expose, sous une forme générale et résumée, les avis émis par les participants à l'audition relative au projet de révision de l'OBA-FINMA et commente certaines dispositions lorsque cela s'avère nécessaire.

2 Prises de position reçues

Les institutions suivantes (indiquées par ordre alphabétique) ont participé à l'audition et adressé à la FINMA une prise de position. Elles ont en outre accepté que celle-ci soit publiée :

- Association de banques suisses de gestion (ABG)
- Association de Banques Privées Suisses (ABPS)
- Association suisse des banquiers (SwissBanking ; SBA)
- Association Suisse Produits Structurés (ASPS)
- Banque Pictet & Cie SA (Pictet)
- Banque J. Safra Sarasin SA (JSS)
- Dukascopy Bank SA (Dukascopy)
- EXPERTsuisse
- Lenz & Staehelin (L&S)
- SIX Swiss Exchange (SIX)
- UBS SA (UBS)
- Union des Banques Cantoniales Suisses (UBCS)
- Union suisse des arts et métiers – Organisation faïtière des PME suisses (usam)

3 Résultats de l'audition et évaluation par la FINMA

Dès lors qu'il est fait référence aux chiffres marginaux de la circulaire (Cm), il est renvoyé à la version après audition. Les mentions de la version soumise à audition sont désignées telles quelles.

3.1 Désignation de l'utilisateur du système

Prises de position

Différentes prises de position critiquent le fait que les termes « participant » et « client » sont utilisés indifféremment dans la circulaire pour désigner l'utilisateur d'un SON car cela peut susciter des incompréhensions.

Appréciation

La terminologie est homogénéisée et une sécurité juridique est établie. Il s'agit en particulier d'éviter que le terme « participant » n'implique que seuls les établissements autorisés par la FINMA au sens de l'art. 34 LIMF peuvent utiliser un SON. Or, cela n'est pas le cas. Le cercle d'utilisateurs d'un SON

n'est soumis à aucune restriction légale. Le terme « client » peut en outre entraîner auprès des exploitants des problèmes de délimitation par rapport aux clients qu'ils ont pour une autre activité. Pour ces raisons, le terme générique utilisé pour désigner les personnes qui utilisent l'infrastructure d'un SON est « utilisateur », comme proposé lors de l'audition.

Conclusion

Le terme « utilisateur » est utilisé systématiquement pour désigner les personnes qui utilisent l'infrastructure d'un SON.

3.2 Champ d'application territorial (Cm 3 et 4)

Prises de position

Aux termes du projet soumis à audition, les banques, les négociants en valeurs mobilières et les plates-formes de négociation suisses qui exploitent un SON au sein d'une succursale ou d'une société du groupe à l'étranger veillent à pouvoir déterminer, limiter et contrôler les risques qui y sont liés (Cm 4).

Les participants à l'audition font valoir qu'un SON ne devrait pas être concerné par le champ d'application si son installation technique ne se trouve pas en Suisse, que l'activité d'exploitation du système soit attribuée ou non à une société suisse (par ex. exploitation dans une succursale à l'étranger).

Quelques participants suggèrent par ailleurs de déterminer le champ d'application à l'aide de seuils. Selon eux, un SON devrait être soumis à la réglementation suisse si 25 % de l'effectif travaillent en Suisse ou si 25 % des volumes moyens semestriels pondérés sont générés par des clients qui siègent ou résident en Suisse.

Appréciation

La formulation du Cm 4 de la circulaire tient compte du fait que le risque lié à l'exploitation dans une succursale étrangère doit être attribué à la société suisse. C'est la raison pour laquelle il est également approprié d'obliger une société suisse à déterminer, limiter et contrôler ces risques. Du reste, ce principe de la gestion des risques vaut indépendamment de la circulaire (voir aussi art. 3f al. 2 LB). Il n'en résulte pas l'obligation de mettre en œuvre les dispositions de la circulaire à l'étranger. En principe, l'exploitation de SON dans des succursales à l'étranger est soumise au droit étranger local.

Dans ce contexte, la solution proposée du recours à des seuils n'est pas appropriée et entraînerait dans la pratique des difficultés de délimitation.

Conclusion

La définition du champ d'application territorial est conservée.

3.3 Définition du système organisé de négociation (Cm 5 à 15)

Prises de position

Globalement, les participants saluent dans leurs prises de position le fait que la FINMA délimite l'activité du système organisé de négociation par rapport aux autres activités des banques et des négociants en valeurs mobilières en en donnant une définition qualitative restrictive. Ils proposent de renforcer la délimitation, en particulier dans le cas du système organisé de négociation bilatérale.

EXPERTsuisse suggère d'exiger comme critère de qualification pour la réglementation des SON que cette réglementation contienne des règles de congruence qui déterminent le regroupement d'offres sur la base de règles de fixation des prix préalablement définies. Pictet et l'ABPS suggèrent comme critère quantitatif supplémentaire le « rôle commercial prépondérant » que l'activité de SON doit jouer pour l'exploitant. Pictet propose en outre une délimitation plus claire des processus internes sur lesquels les utilisateurs n'ont aucune influence. D'autres participants suggèrent notamment une concrétisation de la délimitation d'une activité de négoce spontanée non planifiée au préalable (activité exercée de manière ad hoc).

Appréciation

Le critère quantitatif de « rôle commercial prépondérant » n'est pas assez tangible pour être appliqué dans la pratique. La question de savoir comment ce rôle prépondérant devrait être quantifié reste sans réponse. De plus, ce critère pourrait avoir pour effet que l'activité de SON puisse être établie plus rapidement pour des instituts de plus petite taille que pour de grands instituts qui exercent de nombreuses activités différentes. Par ailleurs, la mention générale aux principes d'exécution des ordres passés par les utilisateurs ainsi qu'aux étapes et aux heures de la négociation est reprise dans la circulaire. La distinction des systèmes de négociation internes, déjà évoquée dans le rapport explicatif de la circulaire (p. 9), est intégrée explicitement dans la circulaire, sur proposition de l'ABPS et de Pictet.

Le fait que seuls les systèmes qui reposent sur une réglementation contraignante peuvent être considérés comme des SON a d'ores et déjà pour effet qu'une activité de négoce qui n'est pas effectuée sur la base d'une réglementation particulière (que ce soit sous la forme de négociations passées

par téléphone, d'*e-banking* ou de négociations via des chats) n'est pas qualifiée de SON. C'est la raison pour laquelle aucune mention particulière n'est apportée dans la circulaire.

Enfin, différentes propositions de modifications terminologiques faites dans les prises de position ont été reprises. Ainsi, les systèmes avec mention des prix indicatifs sont intégrés dans l'énumération non exhaustive des systèmes qui ne sont pas considérés comme des systèmes organisés de négociation (Cm 10).

Conclusion

Différentes propositions de formulation ont été reprises en vue de concrétiser la définition du SON. Ainsi, l'exigence selon laquelle le négoce doit s'effectuer selon des règles systématiques dans les systèmes organisés de négociation bilatérale et que la réglementation pour les systèmes organisés de négociation multilatérale doit contenir les principes relatifs à l'exécution des ordres des utilisateurs ainsi qu'aux étapes et aux heures de la négociation est reprise dans la circulaire.

3.4 Définition de la négociation selon des règles discrétionnaires (Cm 17)

Prises de position

Différentes prises de position font remarquer que la définition du critère des « règles discrétionnaires » vise uniquement l'activité des systèmes de négociation multilatérale. Or, elles ajoutent que le contenu d'une négociation passée selon des règles discrétionnaires doit également être clarifié pour les systèmes organisés de négociation bilatérale. Il faudrait déterminer, selon elles, si l'exploitant du SON peut également décider de réceptionner ou non un ordre.

Appréciation

En vue d'assurer la sécurité juridique pour les exploitants de systèmes organisés de négociation bilatérale, la définition de la négociation selon des règles discrétionnaires est complétée comme suggéré.

Conclusion

La définition de la négociation selon des règles discrétionnaires est complétée. L'exploitant d'un système organisé de négociation bilatérale peut exercer son pouvoir d'appréciation afin de pouvoir décider s'il veut réceptionner ou non un ordre.

3.5 Définition de la négociation multilatérale (Cm 20 à 22)

Prises de position

Différents participants ont critiqué le fait que, en raison de l'interprétation proposée dans la circulaire, aucun ordre ne peut être exécuté en engageant les propres capitaux de l'exploitant d'un système organisé de négociation multilatérale. Cette restriction va trop loin à leurs yeux et a notamment pour effet une réduction des liquidités concernant certains instruments financiers négociés dans un tel système.

L'exception prévue au Cm 22 (sur la base de l'art. 30[3] MiFID II) en faveur des emprunts publics est rejetée par la majorité des participants à l'audition pour son manque de pertinence. Ceux-ci, EXPERTsuisse en tête, proposent de définir la façon de gérer les négociations *back to back*.

Appréciation

La restriction selon laquelle aucune opération ne peut être réalisée en engageant les propres capitaux de l'exploitant d'un système organisé de négociation multilatérale a pour but de protéger les clients et découle de la notion de protection énoncée à l'art. 44 LIMF et à l'art. 39 OIMF. Il est explicitement souligné, dans le rapport explicatif relatif à l'art. 39 OIMF, que les différents types de systèmes organisés de négociation (en particulier bilatérale et multilatérale) doivent être exploités séparément.

En règle générale, l'exploitant du SON dispose d'une longueur d'avance sur l'utilisateur dudit système s'agissant des informations sur les prix pour les instruments financiers négociés. Cette longueur d'avance peut facilement être utilisée au détriment de l'utilisateur en cas de transactions effectuées par l'exploitant pour compte propre.

Si le système organisé de négociation multilatérale est séparé de la section négoce de l'exploitant du fait des mesures organisationnelles prévues (en particulier barrières à l'information), il est justifié de différencier le premier de la seconde. Si, en raison de ces mesures, un négociant de l'exploitant d'un SON ne dispose pas d'une longueur d'avance en termes d'information, l'égalité de traitement est garantie pour les autres utilisateurs du point de vue technique et si ledit négociant est soumis aux mêmes règles qu'eux, les intérêts visant la protection de la clientèle semblent sauvegardés. C'est la raison pour laquelle l'exploitant d'un système organisé de négociation multilatérale doit pouvoir négocier sous le régime du *market making* et pour compte propre dès lors qu'il est soumis, dans le cadre de la réglementation dudit système, aux obligations énoncées pour les personnes qui négocient des liquidités et des volumes négociables simultanément en tant qu'acheteurs et vendeurs.

Pour que la transparence soit garantie à l'égard des autres utilisateurs du SON, l'exploitant doit indiquer s'il intervient sur ledit système pour compte propre et sous quelle forme il le fait. Par ailleurs, il doit publier, au moins mensuellement et par catégorie de produits, quels volumes ont été négociés sur le SON pour le compte de participants et pour compte propre. Ces informations indiquent aux utilisateurs la place absolue et relative occupée par le négoce pour compte propre de l'exploitant sur chaque SON.

Aux termes du Cm 20, le système de négociation doit disposer d'au moins trois utilisateurs actifs. S'il utilise son propre SON, un exploitant n'est pas comme considéré comme étant un utilisateur actif.

L'exception appliquée aux valeurs mobilières émises par une corporation de droit public, critiquée pour son manque de pertinence, est abandonnée. De plus, il y a lieu de renoncer au renvoi aux règles d'exécution au mieux dans les explications relatives au *matched principal trading* (négociation par appariement avec interposition du compte propre), car ce thème est désormais régi de manière différenciée dans le cadre des obligations de l'exploitant d'un SON. Dorénavant, l'exécution au mieux doit être garantie par les exploitants de systèmes organisés de négociation bilatérale (Cm 28) et de négociation multilatérale en cas de conclusions selon des règles discrétionnaires (Cm 26).

Une définition homogène et contraignante des négociations *back-to-back* fait défaut. Dans la pratique, le terme est utilisé pour décrire des faits différents. Dès lors que la procédure concrète satisfait aux exigences du *matched principal trading*, les règles prévues à cet effet s'appliquent. Pour les autres formes de négociation *back-to-back*, la négociation bilatérale est engagée pour compte propre, ce qui peut intervenir dans le cadre d'un système organisé de négociation bilatérale ou en dehors d'un tel système. La définition dans la circulaire d'autres règles relatives aux négociations *back-to-back* ne s'impose pas.

Conclusion

En principe, les exploitants de systèmes organisés de négociation multilatérale ne peuvent pas négocier en engageant leurs propres capitaux. Une nouvelle exception est cependant énoncée : l'exploitant d'un système organisé de négociation multilatérale peut effectuer sur ce SON du *market making* et négocier en engageant ses propres capitaux dès lors qu'une distinction est opérée sur le plan de l'organisation et de l'information entre l'activité de négoce et l'exploitation du SON, que ladite activité est soumise aux mêmes règles que celles appliquées aux autres utilisateurs et que l'égalité de traitement est assurée entre tous les utilisateurs...

3.6 Définition de la négociation bilatérale (Cm 23)

Prises de position

VSP, L&S, Dukascopy et JSS proposent de mieux délimiter la fonction de teneur de marché par rapport au système organisé de négociation bilatérale. Dans leurs prises de position, d'autres participants suggèrent d'indiquer dans la circulaire que la négociation bilatérale demeure possible en dehors des SON.

Appréciation

La délimitation par rapport à la fonction de teneur de marché n'est pas évoquée explicitement dans le projet de circulaire. Il résulte toutefois de l'activité du SON telle que décrite dans la loi que l'activité du système organisé de négociation bilatérale englobe la négociation bilatérale directement avec les utilisateurs du système, en dehors des plates-formes de négociation ou des systèmes organisés de négociation multilatérale. Par conséquent, la fonction de teneur de marché n'est pas concernée par la définition de l'activité de SON.

Il ressort par ailleurs des définitions énoncées aux Cm 5 à 15 de la circulaire que la négociation bilatérale ne peut être considérée comme une activité de SON que si les critères de définition du SON sont remplis par l'exploitation de l'activité de négociation. Par conséquent, aucune des autres négociations bilatérales ne relève de la réglementation des SON.

Conclusion

L'activité de teneur de marché n'est pas concernée par la réglementation des SON. La négociation bilatérale en dehors d'un SON reste possible. Cette règle découle directement du concept même. Le sujet n'est pas traité une nouvelle fois dans le cadre de la définition de la négociation bilatérale.

3.7 Définition des instruments financiers (Cm 24)

Prises de position

Différentes prises de position font valoir la nécessité de définir la notion d'instrument financier. Certaines d'entre elles avancent que les opérations de caisse devraient être exclues des instruments financiers. Dukascopy suggère par ailleurs de préciser si la circulaire concerne le commerce de devises et de métaux précieux.

Appréciation

Le terme « instrument financier » a une pertinence dans de nombreux domaines du droit des marchés financiers, et pas uniquement dans le contexte des SON. Il doit donc être défini au moyen d'une définition légale valant pour tous les domaines du droit des marchés financiers. L'argumentation selon laquelle les opérations de caisse devraient être exclues des instruments financiers mélange la définition des dérivés et celle des instruments financiers. Une exclusion générale des opérations de caisse n'est pas possible, car celles-ci permettent l'acquisition d'instruments financiers (art. 2 al. 4 OIMF).

Les opérations sur devises et métaux précieux ne relèvent pas de la notion d'instruments financiers dans la réglementation européenne. Etant donné que le législateur suisse n'a pas cherché à approfondir la réglementation en la matière, ces opérations ne relèvent pas non plus en Suisse de la notion d'instruments financiers. Par conséquent, les opérations sur devises et métaux précieux ne sont pas concernées par la réglementation des SON.

Conclusion

Par souci de clarté, les opérations sur devises et métaux précieux sont expressément exclues de la définition des instruments financiers dans la circulaire.

3.8 Exception concernant le marché primaire et les instruments financiers conçus spécialement pour un client (Cm 25)

Prises de position

Globalement, les participants à l'audition se félicitent que le marché primaire et le marché pour les instruments financiers conçus spécialement pour un client soient exclus de la réglementation des SON.

Nombreux sont ceux qui indiquent que le critère du rachat par celui qui a conçu le produit n'est pas assimilable à un marché secondaire. Ils ajoutent que, pour cette raison, l'activité de fixer des cours uniquement pour le rachat par l'exploitant doit être attribuée au marché primaire. Par conséquent, ils proposent de renoncer à l'exigence selon laquelle aucun cours de rachat ne peut être fixé. Selon eux, il faut déterminer s'il existe un marché secondaire pour le produit, plus précisément si le rachat est effectué à des fins de re-vente.

Certains participants demandent par ailleurs l'exclusion de tout le marché gris de la réglementation. Par « marché gris », on entend le marché sur lequel des valeurs mobilières sont négociées après leur émission mais avant leur cotation en bourse.

Appréciation

La réglementation des SON concerne le marché secondaire. La distinction entre marché primaire et marché secondaire n'est pas toujours univoque. Le rachat par le vendeur d'un produit personnalisé dans un certain cadre, en particulier, ne représente pas une transaction type du marché secondaire sans être toutefois à attribuer au marché primaire. C'est la raison pour laquelle ce rachat n'est pas concerné par l'exception pour les transactions du marché primaire. Etant donné qu'il n'y a pas, dans le cas de tels rachats par le vendeur, de marché secondaire type, les clients qui veulent se séparer d'un produit avant la fin de son éventuelle durée de vie ne disposent en tant qu'acheteurs d'aucune alternative au vendeur initial du produit.

Cette situation peut provoquer des conflits d'intérêts. Le vendeur initial peut utiliser sa situation de monopole s'il fixe les cours de rachat. Si toutefois il existe des liquidités par un autre moyen (par ex. par le biais d'offres inverses du vendeur en cas de faible fourchette des prix), il n'y a pas conflit d'intérêts et l'acheteur peut se séparer du produit acheté à des conditions équitables.

Concernant la réglementation des rachats par le vendeur, il s'agit de tenir compte tant des intérêts de l'exploitant que de ceux de l'utilisateur ou du client. D'un côté, le vendeur ne peut garantir une exécution type au mieux, puisqu'il n'y a pas de prix du marché pour les instruments financiers concernés. De l'autre côté, il faut cependant garantir que le conflit d'intérêts décrit ci-dessus n'ait pas d'effets négatifs sur l'utilisateur ou le client.

Par conséquent, les transactions du marché primaire avec possibilité de rachat ne sont pas exclues par principe du champ d'application de la réglementation des SON. Si la plate-forme de vente remplit les critères décrits aux Cm 5 à 15, il peut y avoir SON. Si tel est le cas, la réglementation tient compte des obligations de l'exploitant (cf. Cm 29).

Sur le plan terminologique, le terme « émetteur » est abandonné au profit du terme « vendeur », plus neutre, dans le but de préciser que la réglementation vaut aussi pour les instruments financiers qui ne sont pas émis, tels que, par exemple, les contrats sur dérivés conclus de façon bilatérale (dérivés OTC).

Une exception générale du marché gris serait en contradiction avec les termes de la loi étant donné que des négociations secondaires de valeurs mobilières ont également lieu sur le marché gris. Enfin, la question de savoir

si une valeur mobilière est ou non cotée n'est pas déterminante pour le champ d'application de la réglementation des SON.

Conclusion

La distinction entre marché primaire et marché secondaire telle qu'elle est énoncée dans le rapport soumis à audition est maintenue. Sur le plan terminologique, le terme « émetteur » est remplacé par « vendeur », ce qui permet de préciser que le marché primaire comprend également des produits qui ne sont pas émis (par ex. dérivés OTC).

3.9 Complément aux dérivés OTC (concernant le Cm 25)

Prises de position

En vertu du Cm 25, la réglementation des SON ne concerne pas les transactions du marché primaire. Dans leurs prises de position, la SBA et UBS soulignent que l'on ne sait pas si cette disposition vaut également pour la vente bilatérale de dérivés OTC conformément à des contrats type (par ex. ISDA Master Agreement). Ils précisent qu'il n'existe pas de marché secondaire type pour ces produits étant donné que la revente de dérivés OTC implique un contrat régissant des relations tripartites entre la partie qui se substitue, la partie qui se retire et la partie qui reste. Ils en concluent qu'il faut indiquer dans la circulaire que la réglementation des SON ne concerne pas l'élaboration bilatérale de dérivés OTC (en règle générale selon un contrat type) telle que le marché primaire.

Appréciation

La réglementation des SON vaut pour le marché secondaire, et non pour le marché primaire (Cm 25). Comme pour la vente d'un produit structuré conçu spécialement pour un client, l'élaboration d'une position sur dérivés par le biais d'un contrat bilatéral ne relève pas de la définition du marché secondaire. Les exigences terminologiques relatives à un SON (Cm 5 à 15) ne seraient pas plus remplies si une partie contractante venait à changer dans le cadre d'une relation tripartite.

Par conséquent, les ventes bilatérales de dérivés OTC ne sont pas soumises à la réglementation des SON.

En revanche, la négociation multilatérale sur une plate-forme de dérivés OTC peut relever du champ d'application de la réglementation des SON. D'éventuelles obligations des plates-formes de négociation relatives aux dérivés OTC pourraient ainsi être remplies à l'avenir également par le biais des systèmes organisés de négociation multilatérale (art. 112 al. 1 let. a LIMF).

Conclusion

Les règles relatives aux SON s'appliquent uniquement au marché secondaire. L'élaboration de positions bilatérales sur dérivés n'est donc pas soumise à la réglementation des SON. En revanche, la négociation multilatérale de dérivés OTC peut être soumise à ladite réglementation conformément au texte de la circulaire soumis à audition. Il n'y a pas lieu de compléter cette disposition.

3.10 Obligations des exploitants de systèmes organisés de négociation multilatérale et bilatérale (Cm 26 à 42)

Prises de position

Différentes prises de position expliquent qu'il est difficile de remplir le critère de séparation entre l'exploitation d'un SON et les autres activités de l'exploitant lorsque la négociation est bilatérale. L&S, en particulier, souligne que cette exigence a notamment pour effet de réglementer plus strictement les systèmes organisés de négociation bilatérale que les internalisateurs systématiques au sein de l'UE. Cela représenterait une charge supplémentaire et donc un désavantage concurrentiel pour les établissements suisses.

S'agissant de la séparation entre exploitation d'un SON et négociation, il faudrait intégrer l'expertise des négociants dans l'exploitation du SON. L'interdiction d'impliquer les négociants dans l'exploitation irait donc trop loin.

Les différents SON d'un exploitant ne doivent pas interagir. Différentes prises de position exigent la différenciation des exigences en matière de distinction des différents SON d'un exploitant. Elles expliquent qu'une interaction doit être possible entre les différents SON dès lors que différents instruments financiers sont négociés sur ces différents systèmes. Par exemple, il devrait être autorisé de transmettre à un autre SON un ordre d'acquisition de parts de fonds depuis un SON sur lequel sont uniquement négociées des actions.

Par ailleurs, l'UBCS, la SBA et d'autres participants soulignent que le Cm 29 du projet soumis à audition précise uniquement, concernant la tenue de dépôts titres, ce qui doit s'appliquer quoi qu'il en soit, à savoir le fait que l'exploitant doit mettre en œuvre les mesures définies dans la circulaire. Ils ajoutent que ce Cm peut être biffé.

Appréciation

Réglementation différenciée

Il est tenu compte des prises de position au travers d'une réglementation distincte pour les obligations des exploitants de systèmes organisés de négociation selon que celle-ci est bilatérale ou multilatérale. Les exigences de distinction au moyen de mesures visant l'organisation et le personnel sont prévues pour les exploitants de systèmes organisés de négociation multilatérale, tandis que les exploitants de systèmes organisés de négociation bilatérale doivent garantir que, lors de l'exécution, les utilisateurs ne bénéficient pas de cours plus bas que ceux annoncés par l'exploitant. A cet égard, l'exécution au mieux doit être garantie par l'exploitant du système organisé de négociation bilatérale.

Le Cm 29 du projet soumis à audition concernant la tenue de dépôts titres a été intégré dans la version soumise à audition dans un souci de clarté. Il ne semble pas nécessaire au vu des réactions suscitées dans le cadre de l'audition. Le Cm 29 de la version soumise à audition est biffé.

Obligations des exploitants de systèmes organisés de négociation multilatérale (Cm 26 à 27)

L'obligation initialement prévue pour tous les SON concernant la séparation entre l'exploitation d'un tel système et les autres activités vaut pour les exploitants de systèmes organisés de négociation multilatérale. Il faut exclure toute interaction entre les différents SON d'un exploitant en ce qui concerne les mêmes valeurs mobilières ou les mêmes instruments financiers. Par principe, un SON ne peut donc pas transmettre d'ordres à un autre SON du même exploitant. Il est en revanche autorisé de transmettre des ordres à un autre SON pour des *instruments financiers qui ne sont pas négociés* sur un SON. Dans de tels cas, il ne doit pas y avoir de conflits d'intérêts.

Comme l'ont exigé différents participants lors de l'audition, il sera désormais possible d'utiliser l'expertise des négociants pour l'exploitation de SON, car cette expertise propre à la négociation est importante pour l'exploitant d'un tel système. En revanche, les négociants ne doivent pas pouvoir prendre de décisions concernant l'exploitation en cours du système.

Par ailleurs, aucune obligation de garantie d'une exécution au mieux ne doit valoir pour l'exploitant d'un système organisé de négociation multilatérale. Cela n'est en principe pas adéquat comme pour une plate-forme de négociation, puisque les ordres des utilisateurs sont regroupés selon des règles prédéfinies et qu'il n'existe aucune marge pour des décisions prises au profit d'une partie. Dans le cas d'une négociation selon des règles discrétionnaires, l'obligation est néanmoins pertinente, car comme l'exploitant dispose

d'un pouvoir d'appréciation, il est susceptible de traiter les différents utilisateurs de manière inégale. C'est la raison pour laquelle l'obligation de l'exécution au mieux est prévue en cas de négociation selon des règles discrétionnaires, conformément à l'art. 39 al. 3 OIMF.

Obligations des exploitants de systèmes organisés de négociation bilatérale (Cm 28 à 30)

Aucune obligation de séparation entre l'activité d'exploitation du système et les autres activités ne doit valoir pour l'exploitant dans le cadre de négociations bilatérales. Il est possible de renoncer à une séparation étant donné que l'activité d'exploitation d'un système organisé de négociation bilatérale est considérée comme une forme particulière de négociation pour compte propre. En contrepartie, les exploitants de ces systèmes sont tenus d'observer les règles de garantie d'une exécution au mieux. Cette dernière comprend l'indexation sur le cours au moment de la réception de l'ordre. A l'instar des banques ou des autres négociants en valeurs mobilières, l'exploitant d'un système organisé de négociation bilatérale doit par ailleurs garantir à ses utilisateurs une exécution au mieux en ce sens que le meilleur résultat possible doit être obtenu sur le plan financier, temporel et qualitatif. Cette obligation est opportune puisque l'exploitation d'un système organisé de négociation bilatérale représente une activité de négociant en valeurs mobilières ou une activité bancaire au régime particulier. Il n'est possible de renoncer à l'exécution au mieux que sur mention expresse de l'utilisateur.

Les exploitants de systèmes organisés de négociation bilatérale qui sont soumis à la réglementation des SON ne peuvent pas observer les règles de l'exécution au mieux, car ils fixent des cours de rachat pour les instruments financiers qu'ils élaborent et vendent (Cm 25). Il n'existe pas de prix du marché pour les produits vendus et rachetés. Il est prévu d'adapter les obligations pour ces exploitants. Ceux-ci devront veiller à ce que les cours de rachat soient appropriés par rapport à l'évolution des prix d'éventuels sous-jacents. Cette condition préalable est réputée respectée si des cours d'achat et de vente sont fixés en permanence pour une catégorie de produits en cas de cours d'achat et de vente (*spread*), de sorte que l'utilisateur puisse fermer sa position à tout moment, par une opération de contrepartie. La question de savoir quelle fourchette de prix est réputée « étroite » dépend de chaque marché. Des accords types avec les teneurs de marché pour les ETF ainsi que d'autres usages du marché peuvent être utilisés comme critères.

Conclusion

Les obligations relatives aux systèmes organisés de négociation multilatérale et bilatérale sont désormais présentées séparément. Il y a lieu de renoncer à la distinction entre l'exploitation d'un SON et les autres activités de l'exploitant dès lors que la négociation est bilatérale. La mention expresse

d'une réglementation relative à la tenue de dépôts titres (Cm 29 de la version soumise à audition) est abandonnée, car il faudrait expliquer séparément que les exploitants d'un SON (banques et négociants en valeurs mobilières) sont autorisés à exercer cette activité. Du fait de la nouvelle distinction opérée entre le cadre bilatéral et le cadre multilatéral des SON, les anciens Cm 28, 30 et 31 sont intégrés dans le chapitre C (Cm 31 à 35) consacré à la garantie d'une négociation ordonnée.

3.11 Garantie d'une négociation ordonnée (Cm 31 à 35)

Prises de position

EXPERTsuisse considère que la circulaire manque de clarté s'agissant de la question du niveau de granularité que doivent présenter les enregistrements chronologiques de tous les ordres et de toutes les opérations exécutés dans le cadre du SON et que l'exploitant du système doit tenir (art. 39 al. 2 OIMF).

Différents participants à l'audition font valoir qu'il n'existe pas de base légale sur laquelle fonder l'obligation, pour l'exploitant, de déclarer des comportements abusifs sur le marché. Ils ajoutent qu'il n'est pas approprié d'exiger l'enregistrement et l'analyse exhaustifs des données relatives à la négociation. De plus, l'égalité de traitement de tous les utilisateurs telle qu'exigée dans la version soumise à audition va au-delà du texte de loi. Contrairement aux plates-formes de négociation, les SON ne sont notamment pas tenus d'octroyer à leurs participants un accès non discriminatoire.

Il est par ailleurs avancé qu'il n'est pas opportun, au vu du principe de la fonction de contrôle basée sur les risques, d'imposer l'enregistrement et l'analyse exhaustifs des données relatives à la négociation.

Appréciation

L'exploitant d'un SON doit documenter tous les ordres et opérations dans l'ordre chronologique, avec la granularité requise. Comme exposé dans le rapport explicatif (p. 13), il doit s'assurer que la chronologie de toutes les étapes peut être suivie même en cas de négociation à haute fréquence. Désormais, la circulaire indique expressément (Cm 32) que l'obligation d'enregistrement doit également être garantie pour les négociations automatisées.

La circulaire précise par ailleurs que toutes les inégalités de traitement des utilisateurs ne sont pas interdites. Est interdite toute inégalité de traitement qui n'est pas justifiée objectivement. A titre d'exemple, le traitement différent de divers groupes d'utilisateurs (par ex. petits investisseurs et utilisateurs professionnels) peut, dans un cas particulier, être motivé objectivement et, partant, être autorisé.

Les SON ne peuvent être exploités que par des banques, négociants en valeurs mobilières et plates-formes de négociation autorisés et assujettis. En vertu de l'art. 29 al. 2 LFINMA, tous les assujettis sont tenus de renseigner sans délai la FINMA sur tout fait important susceptible de l'intéresser. Les comportements abusifs sur le marché sont des faits susceptibles d'intéresser la FINMA. Il existe une base légale pour l'obligation de déclarer telle qu'elle est prévue.

Les données sur la négociation doivent être enregistrées de façon exhaustive, faute de quoi des clarifications concernant les obligations des exploitants et des participants ne sont plus possibles après coup. La possibilité de définir des critères axés sur les risques lors de l'évaluation et du contrôle des données découle des principes de la gestion des risques et ne doit pas faire l'objet d'une disposition distincte.

Conclusion

La circulaire (Cm 32) mentionne explicitement que l'obligation d'enregistrement doit également être garantie pour les négociations automatisées. Elle précise par ailleurs que les critères que l'exploitant d'un SON définit pour l'exécution efficace des ordres ne peuvent prévoir une inégalité de traitement des utilisateurs que lorsque celle-ci est justifiée objectivement.

3.12 Définition du marché liquide (Cm 37 à 40)

Prises de position

Dans sa prise de position, SIX fait valoir que les critères de distinction entre instruments financiers liquides et non liquides ne sont pas objectifs. Ceux-ci auraient pour effet que moins de 10 % de tous les instruments financiers négociés en bourse chez SIX (actions, obligations, produits structurés) seraient réputés liquides.

Appréciation

Avec la définition retenue du marché liquide, seule une petite partie des instruments financiers négociables sont réputés liquides. Les systèmes organisés de négociation bilatérale doivent, pour les instruments financiers qui ne sont pas réputés liquides (actuellement exclusivement des actions), fixer des offres de cours contraignantes uniquement sur demande. Les exploitants de systèmes organisés de négociation bilatérale ne doivent pas être tenus de publier des offres de cours contraignantes pour les instruments financiers dont le prix de marché est soumis à de fortes fluctuations en raison du manque de liquidités.

Actuellement, la liquidité des instruments financiers doit être déterminée uniquement pour les actions. Pour les actions, la part de titres liquides est par exemple plus élevée que pour les obligations. Il résulterait d'un calcul basé sur les actions un pourcentage plus élevé de titres liquides.

Conclusion

La définition actuelle du marché liquide est conservée.

3.13 Obligation de déclarer pour les SON (Cm 42)

Prises de position

La SBA notamment souligne qu'il n'existe pas de base légale sur laquelle serait fondée l'obligation de déclarer prévue pour les SON. Il faudrait donc renoncer à l'obligation de déclarer.

Appréciation

L'obligation de déclarer trouve son fondement dans l'art. 29 al. 2 LFINMA.

Conclusion

L'obligation de déclarer l'exploitation d'un SON conformément au Cm 42 est maintenue.

4 Suite de la procédure

La circulaire entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2018.