

Circulaire 2013/8

Règles de conduite sur le marché

Règles de conduite sur le marché concernant le négoce de valeurs mobilières

Référence :	Circ.-FINMA 13/8 « Règles de conduite sur le marché »
Date :	29 août 2013
Entrée en vigueur :	1 ^{er} octobre 2013
Dernière modification :	29 août 2013
Concordance :	remplace la Circ.-FINMA 08/38 « Règles de conduite sur le marché » du 20 novembre 2008
Bases légales :	LFINMA art. 7 al. 1 let. b, 27, 29 LB art. 3, 3f OB art. 12 LBVM art. 1, 2, 3, 4, 10, 33e, 33f, 34 OBVM art. 19, 20, 55a à 55f LPCC art. 13, 14, 20, 28, 72 OPCC art. 10, 12, 33 LSA art. 14, 22, 30, 67, 75 OS art. 78, 96, 97, 105, 106 LBA art. 14 al. 2 let. c

Destinataires																																																	
LB			LSA			LBVM			LPCC								LBA			Autres																													
x	Banques		x	Assureurs		x	Bourses et participants		x	Directions de fonds		x	SICAV		x	Sociétés en comm. de PCC		x	SICAF		x	Banques dépositaires		x	Gestionnaires de PCC			Distributeurs			Représentants de PCC étr.			Autres intermédiaires			OAR		x	IFDS			Entités surveillées par OAR			Sociétés d'audit			Agences de notation

I. But	Cm	1–2
II. Champ d'application	Cm	3–5
III. Information d'initié (art. 2 let. f LBVM)	Cm	8–11
IV. Exploitation d'informations d'initié (art. 33e LBVM)	Cm	12–15
V. Manipulation du marché (art. 33f LBVM)	Cm	16–40
VI. Abus de marché sur le marché primaire, avec des valeurs mobilières étrangères ainsi que sur d'autres marchés	Cm	41–44
VII. Devoirs d'organisation	Cm	45–64
A. Etendue	Cm	45–46
B. Traitement des opérations abusives sur le marché	Cm	47–48
C. Barrières à l'information / périmètres de confidentialité	Cm	49–52
D. Surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs	Cm	53–55
E. <i>Watch list</i> et <i>restricted list</i>	Cm	56–58
F. Devoirs d'enregistrement	Cm	59–61
G. Négocie à haute fréquence / Négocie algorithmique	Cm	62–63
H. Audit	Cm	64
VIII. Entrée en vigueur et dispositions transitoires	Cm	65–67

I. But

La loi sur les bourses garantit la transparence et le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières ainsi que l'égalité de traitement des investisseurs. A cet effet, la section 5a de la loi sur les bourses règle les comportements interdits par le droit de la surveillance en déclarant illicites l'exploitation d'informations d'initié et la manipulation du marché.

1

D'une part, la présente circulaire concrétise les infractions à la loi sur les bourses relatives aux comportements sur le marché (art. 33e et 33f LBVM ; RS 954.1) ainsi que les dispositions d'exécution de l'ordonnance sur les bourses (art. 55a ss OBVM ; RS 954.11). D'autre part, elle concrétise les exigences relatives à la garantie d'une activité irréprochable en relation avec ces comportements et institue, pour les assujettis, des règles d'organisation dont le respect doit garantir la prévention et la détection de comportements interdits sur le marché.

2

II. Champ d'application

Les chapitres III à V de la présente circulaire s'appliquent à toutes les personnes morales ou physiques qui interviennent comme acteurs du marché pour des valeurs mobilières admises au négoce des bourses suisses ou d'organisations analogues à des bourses.

3

Les chapitres VI (Abus de marché sur le marché primaire, avec des valeurs mobilières étrangères ainsi que sur d'autres marchés) et VII (Devoirs d'organisation) de la présente circulaire s'appliquent aux assujettis suivants de la FINMA : banques, assurances, bourses et organisations analogues à des bourses, négociants en valeurs mobilières, directions de fonds, SICAV, sociétés en commandite de placements collectifs, SICAF, banques dépositaires et gestionnaires de placements collectifs.

4

Concernant les groupes et conglomérats financiers ainsi que les groupes et conglomérats d'assurance, les chapitres VI (Abus de marché sur le marché primaire, avec des valeurs mobilières étrangères ainsi que sur d'autres marchés) et VII (Devoirs d'organisation) s'appliquent aux établissements faîtières domiciliés en Suisse ainsi qu'aux autres établissements d'un groupe ou d'un conglomérat domiciliés en Suisse, mais ce, à condition que la FINMA les ait assujettis à une surveillance de groupe ou de conglomérat.

5

Le chapitre VI (Abus de marché sur le marché primaire, avec des valeurs mobilières étrangères ainsi que sur d'autres marchés) de la présente circulaire est applicable non seulement aux assujettis déjà mentionnés aux Cm 4 et 5, mais également aux intermédiaires financiers directement soumis.

6

Les termes techniques anglais apparaissant entre parenthèses dans la présente circulaire visent uniquement une meilleure compréhension des abus décrits ; cependant, seul le texte français est déterminant.

7

III. Information d'initié (art. 2 let. f LBVM)

Une information se réfère à des faits, intentions fermes, projets non encore réalisés ou projections y compris. Sont également qualifiés d'information des faits extérieurs à l'entreprise tels que le fait d'avoir par exemple connaissance des événements suivants : prochaine publication d'une analyse financière, arrivée d'un gros mandat, rejet ou attribution à venir d'un agrément ou d'une approbation, projet d'attaque terroriste. Les rumeurs et spéculations, en revanche, ne sont pas couvertes par la notion d'information. L'information doit être suffisamment claire et sûre pour permettre d'estimer l'évolution du cours. 8

Une information est réputée information d'initié lorsqu'elle n'est pas accessible à tous, mais seulement à un cercle restreint de personnes. Elle est considérée comme publique si un tiers non impliqué peut l'obtenir par l'intermédiaire de sources accessibles à tous. Une rumeur ne supprime en principe pas le caractère confidentiel d'une information. 9

Pour juger si une information est propre à affecter de manière sensible le cours de valeurs mobilières (influence notable sur le cours de valeurs mobilières), il faut se demander au cas par cas si elle est de nature à influencer le comportement en matière de placement d'un acteur expérimenté connaissant bien le marché. L'estimation de l'importance de cette influence repose essentiellement sur la situation du marché avant la divulgation de l'information. 10

Une recommandation au sens de l'art. 33e al. 1 let. c LBVM est considérée comme une information d'initié au sens de l'art. 2 let. f LBVM lorsque son destinataire sait ou doit savoir du fait des circonstances (p. ex. connaissances spécifiques ou position de la personne qui émet cette recommandation) qu'elle repose sur une information d'initié. 11

IV. Exploitation d'informations d'initié (art. 33e LBVM)

La notion d'instruments dérivés au sens de l'art. 33e al. 1 LBVM englobe également les produits hors bourse non standardisés. Qu'une transaction avec des instruments financiers soit opérée par l'intermédiaire d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse ou même sans passer par ces dernières n'a aucune importance pour ce qui est de la réalisation de l'infraction. Peu importe également que les instruments financiers soient négociés en Suisse ou à l'étranger tant qu'ils sont dérivés de valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse. 12

Ne constituent pas une exploitation d'informations d'initié les opérations sur valeurs mobilières dont il est démontré qu'elles ne reposaient pas sur la connaissance d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les prix et qu'elles auraient été effectuées même en l'absence de telles informations. 13

La notion d'exploitation d'informations d'initié recouvre également la modification ou la 14

suppression d'un ordre concernant une valeur mobilière ou des instruments dérivés y relatifs objets de l'information d'initié, dans la mesure où la passation initiale de l'ordre a eu lieu avant l'obtention de l'information d'initié.

Est également considérée comme infraction à l'art. 33e al. 1 let. a LBVM l'exploitation d'une réaction attendue, parce que reposant sur la connaissance de la publication prochaine de recommandations d'investissement (*scalping*), chez les participants du marché et quant aux prix des valeurs mobilières, dans la mesure où ces recommandations sont susceptibles d'influencer notablement le cours de valeurs mobilières au sens de l'art. 2 let. f LBVM. 15

V. Manipulation du marché (art. 33f LBVM)

Est notamment qualifiée de diffusion publique d'informations toute annonce faite par les canaux d'information usuels du secteur financier, dans les médias en général ou sur Internet. 16

Il y a signal au sens de l'art. 33f LBVM si celui-ci est propre à influencer le comportement sur le marché d'un acteur expérimenté connaissant bien le marché. 17

Les manipulations du marché au sens de l'art. 33f LBVM peuvent également être commises en utilisant des programmes de négoce algorithmique, notamment dans le cadre du négoce algorithmique à haute fréquence. Toute personne ayant recours au négoce algorithmique ne doit pas donner, ce faisant, de signaux faux ou trompeurs sur l'offre, la demande ou le cours des valeurs mobilières. 18

A titre d'exemple, contreviennent notamment à l'art. 33f LBVM les comportements suivants : 19

- Diffusion d'indications fausses ou trompeuses sur des données qui sont essentielles pour l'évaluation d'une valeur mobilière (p. ex. sur les revenus ou le carnet de commandes d'une entreprise, les produits en projet ou une raréfaction générale de l'offre). 20
- Diffusion d'informations, de rumeurs ou de nouvelles fausses ou trompeuses propres à influencer le prix des valeurs mobilières pour tirer ensuite avantage du mouvement que connaît le cours. 21
- Saisie d'ordres d'achat de petit volume à des prix successivement plus élevés dans l'intention de simuler une demande accrue en cas de hausse de prix (*painting the tape*). 22
- Acquisitions et cessions simultanées des mêmes valeurs mobilières pour le compte d'un seul et même ayant droit économique dans l'intention de donner des signaux faux et trompeurs sur l'offre, la demande ou le cours des valeurs mobilières (*wash trades*). 23

• Saisie d'ordres d'achat et de vente opposés sur les mêmes valeurs mobilières après accord mutuel préalable dans l'intention de créer une distorsion de la liquidité ou des prix (<i>matched orders, daisy chains</i> avec coordination entre plusieurs parties).	24
• Rétrécissement du marché par la constitution de positions importantes (<i>cornering</i>) ou par le dépôt de valeurs mobilières auprès de tiers (<i>parking</i>) dans l'intention d'altérer les prix des valeurs mobilières (provocation d'un <i>squeeze</i>).	25
• Acquisition ou cession de valeurs mobilières juste avant la clôture de la bourse en vue d'influencer les prix de clôture (<i>marking the close</i>).	26
• Acquisitions ou cessions de valeurs mobilières dans le but d'obtenir des mouvements sur les prix (<i>ramping</i>) ou de les maintenir à un certain niveau (p. ex. <i>capping, pegging</i>), exception faite de la stabilisation du prix après un placement public de valeurs mobilières conformément à l'art. 55e OBVM.	27
• 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.	28
• Génération d'un surplus d'ordres d'achat ou de vente par la saisie, dans le carnet d'ordres, d'ordres volumineux susceptibles d'avoir une influence sur les prix dans le but de peser sur l'évaluation d'une valeur mobilière.	29
• Placement d'ordres dans le système de négoce dans l'objectif de faire croire à une dynamique d'offre et de demande et suppression desdits ordres avant leur exécution (<i>spoofing, layering</i>).	30
Les opérations et comportements admis sont notamment les suivants :	31
• <i>Market making</i> dans le but de mettre à disposition des liquidités sur une valeur mobilière simultanément pour l'acquisition ou pour la cession de cette dernière et, le cas échéant, de réduire l'écart achat-vente.	32
• 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.	33
• Offre de liquidités (fournisseurs de liquidités comme p. ex. le négoce algorithmique) tant que les saisies dans le carnet d'ordres et les conclusions ne génèrent pas de signaux trompeurs pour les autres acteurs du marché.	34
• <i>Nostro-nostro inhouse crosses</i> , lorsque les opérations opposées sont indépendantes les unes des autres et sont exécutées dans le système de bourse en l'absence de toute concertation.	35

- Non-suppression de cours déjà fixés pendant les interruptions de négoce en relation avec des rachats selon l'art. 55b al. 2 let. e OBVM et des stabilisations de cours en vertu de l'art. 55e let. d OBVM. 36

On suppose qu'il n'y a pas d'infraction à l'art. 33f LBVM 37

- en cas d'opérations sur valeurs mobilières dont il est démontré qu'elles présentent une assise économique et correspondent à un véritable comportement d'offre et de demande, et 38
- en cas d'utilisation d'un algorithme VWAP (*volume weighted average price* – cours moyen pondéré par les volumes) pour effectuer des rachats pendant un programme correspondant. 39

On suppose que les parties participant à une stabilisation des prix dans le cadre d'un placement public de valeurs mobilières ne contreviennent pas à l'art. 33f LBVM lorsque l'émettrice, qui ne participe pas elle-même à ce placement public, ne remplit pas ses obligations de publication selon l'art. 55e let. e et f OBVM, et ce, dans la mesure où les autres participants respectent toutes les autres *safe harbour rules*. 40

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

Afin de juger de la garantie d'une activité irréprochable des assujettis cités aux Cm 4, 5 et 6 et en lien avec l'application des mesures prévues aux art. 29 à 37 LFINMA (RS 956.1) et à l'art. 35a LBVM, les dispositions relatives au traitement des informations d'initié et à la manipulation de marché (chapitres III à V de la présente circulaire) ne s'appliquent pas seulement aux valeurs mobilières admises au négoce des bourses suisses, mais aussi, par analogie, notamment 41

- au négoce des valeurs mobilières sur le marché primaire, 42
- aux valeurs mobilières et aux instruments dérivés de ces dernières admis au négoce d'une seule bourse étrangère ou organisation analogue étrangère et 43
- à l'activité sur d'autres marchés que celui des valeurs mobilières (p. ex. les marchés des matières premières, des devises ou des taux), notamment en relation avec des valeurs de référence (*benchmarks*). 44

VII. Devoirs d'organisation

A. Etendue

Les assujettis cités aux Cm 4 et 5 remplissent les devoirs d'organisation définis dans le 45

présent chapitre, en fonction de leur situation en matière de risques. Le risque est mesuré selon leurs activité, taille et structure spécifiques. Les devoirs d'organisation concrétisent les exigences d'autorisation prévues par les lois sur le marché financier en ce qui concerne la garantie d'une activité irréprochable et l'organisation, de même que l'obligation de renseigner de l'art. 29 al. 2 LFINMA.

Les assujettis analysent une fois par an, ou plus si nécessaire, les risques entrant dans le champ d'application de la présente circulaire. Sur la base de cette estimation du risque, il convient de définir les mesures organisationnelles nécessaires au respect de la présente circulaire. L'estimation du risque et les mesures adoptées doivent être approuvées par les organes dirigeants de l'assujetti.

46

B. Traitement des opérations abusives sur le marché

En présence d'indices manifestes selon lesquels des opérations sur valeurs mobilières pour le compte de clients pourraient ne pas être compatibles avec les exigences visées à l'art. 33e et à l'art. 33f LBVM ainsi qu'aux chapitres III à VI, les assujettis sont dans l'obligation de rechercher les motifs sous-jacents de ces opérations et, le cas échéant, de renoncer à participer aux opérations en question ; une surveillance et une clarification systématique des opérations sur valeurs mobilières du client ne sont pas requises. L'art. 19 OBA-FINMA (RS 955.033.0) demeure réservé pour les opérations sur valeurs mobilières au sens des art. 40 al. 2 et 40a al. 2 LBVM en raison de leur qualification d'infractions sous-jacentes au blanchiment d'argent.

47

Les opérations qui sont en contradiction avec l'art. 33e ou l'art. 33f LBVM et qui pourraient avoir des répercussions sur les risques d'un assujetti ou de la place financière doivent être annoncées à la FINMA (art. 29 al. 2 LFINMA).

48

C. Barrières à l'information / périmètres de confidentialité

Le traitement des informations d'initié doit être organisé et surveillé de manière à empêcher et à détecter les comportements illicites au sens du droit de la surveillance. A cet effet, les assujettis doivent se doter de l'organisation, de la formation et des contrôles nécessaires et adéquats.

49

Par l'implémentation de mesures préventives et de processus internes appropriés et efficaces, les assujettis garantissent que les personnes physiques, qui prennent les décisions relatives au négoce des valeurs mobilières ou d'instruments financiers sur lesquels portent les informations d'initié disponibles auprès de l'assujetti, n'aient pas connaissance de ces informations d'initié. Ils garantissent également que les personnes qui ont connaissance de ces informations d'initié ne puissent pas influencer la décision concernant le négoce sur les valeurs mobilières ou instruments financiers auxquels se réfèrent ces informations d'initié.

50

Est notamment réputée mesure préventive appropriée et efficace au sens du Cm 50 l'adoption de mesures relatives à l'agencement des locaux, au personnel, aux

51

fonctions, à l'organisation et aux technologies de l'information dans le but de créer des périmètres de confidentialité au sein desquels les informations peuvent être isolées et contrôlées. Les mesures préventives correspondantes doivent être consignées dans des directives internes ou instaurées de manière ad hoc, si nécessaire. Le respect de ces mesures doit être soumis à la surveillance d'un service approprié, désigné à cet effet (par exemple le service de *compliance*).

Si les informations d'initié sont isolées dans des périmètres de confidentialité, des opérations sur valeurs mobilières sont possibles dans d'autres unités d'organisation. 52

D. Surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs

Les assujettis prévoient des mesures de surveillance des transactions pour compte propre de leurs collaborateurs. Ces mesures doivent notamment être de nature à empêcher ou à détecter le détournement d'informations d'initié pour les transactions pour compte propre des collaborateurs. A cette fin, il faut prendre en compte de manière appropriée l'ensemble des dépôts et des relations de compte connexes (tenus par l'assujetti ou un établissement tiers) au nom des collaborateurs ainsi que ceux dont les collaborateurs sont les ayants droit économiques ou sur lesquels ils disposent d'une procuration. 53

Les collaborateurs au sens de ces dispositions englobent tous les collaborateurs de l'assujetti, de même que les membres de l'organe exerçant la haute direction, la surveillance et le contrôle et ceux de la direction, les associés indéfiniment responsables ainsi que les personnes exerçant des fonctions comparables. 54

Les assujettis définissent les mesures de surveillance qu'ils jugent appropriées et adéquates dans une directive interne. En fonction du risque d'abus, il est possible de prévoir des mesures de surveillance de portée différente selon les catégories de collaborateurs ou les fonctions. Indépendamment de ces catégories de risque, il faut s'assurer qu'en cas de besoin, un droit de regard puisse s'exercer sur l'ensemble des relations déterminantes concernant des comptes ou des dépôts. 55

E. *Watch list* et *restricted list*

Les assujettis tiennent une *watch list* et une *restricted list*. 56

La *watch list* contient des indications sur les informations d'initié qui sont en possession de l'assujetti et qui concernent les émetteurs, les supports de ces informations et les périodes de confidentialité notamment. Cette liste est mise à jour par un service approprié, désigné à cet effet (par exemple le service de *compliance*). 57

La *restricted list* a pour but de communiquer certaines activités interdites ou restreintes, telles que notamment l'interdiction de négocier une valeur mobilière particulière, le blocage de titres ou la publication restreinte d'analyses financières. Le service responsable de la *watch list* l'est également pour la *restricted list*. 58

F. Devoirs d'enregistrement

Les opérations qui, selon des indices manifestes, pourraient ne pas être compatibles avec les exigences des art. 33e et 33f LBVM ou les chapitres III à VI doivent être documentées. 59

Les entretiens téléphoniques internes et externes de tous les collaborateurs qui travaillent dans le négoce sur valeurs mobilières doivent être enregistrés. Ce devoir d'enregistrement vaut également pour les téléphones portables. L'utilisation de moyens de communication pour lesquels l'enregistrement ne peut pas être garanti est à proscrire. Les enregistrements doivent être conservés pendant au moins deux ans et leur accès, sans modification, doit être garanti au besoin à la FINMA. 60

La correspondance électronique (e-mail, communication via Bloomberg ou Reuters, etc.) et les relevés de toutes les connexions établies avec les téléphones professionnels 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. 61

G. Négoce à haute fréquence / Négoce algorithmique

Les assujettis qui ont recours au négoce algorithmique (cf. Cm 18) doivent s'assurer par des systèmes efficaces et des contrôles du risque qu'il ne peut résulter de cette pratique aucun signal faux ou trompeur sur l'offre, la demande ou le cours des valeurs mobilières. 62

Les assujettis sont tenus de documenter de manière compréhensible pour des tiers les principales caractéristiques de leurs stratégies de négoce algorithmique. 63

H. Audit

Les devoirs d'organisation des assujettis font l'objet d'un audit mené selon les critères de la Circ.-FINMA 13/3 « Activités d'audit » et, pour les bourses, réalisé par les sociétés d'audit mandatées conformément à l'art. 17 LBVM. Si, dans le cadre de l'audit, des manquements aux règles de conduite sur le marché sont découverts, ils doivent être communiqués à la FINMA conformément à l'art. 27 LFINMA ou à l'art. 30 LSA (RS 961.01) et également mentionnés dans le rapport d'audit. 64

VIII. Entrée en vigueur et dispositions transitoires

La présente circulaire entre en vigueur au 1^{er} octobre 2013. 65

L'entrée en vigueur de la présente circulaire rend caduque la Circ.-FINMA 08/38 « Règles de conduite sur le marché ». 66

Les devoirs d'organisation doivent être mis en œuvre d'ici au 1^{er} janvier 2015. Jusqu'à cette date, les devoirs d'organisation applicables sont ceux figurant dans la Circ.-FINMA 08/38 « Règles de conduite sur le marché ». La première estimation du risque selon le Cm 46 devra être réalisée jusqu'au 1^{er} avril 2014 au plus tard.

67