

28 septembre 2016

Circulaire 2018/xx « Systèmes organisés de négociation »

Rapport explicatif

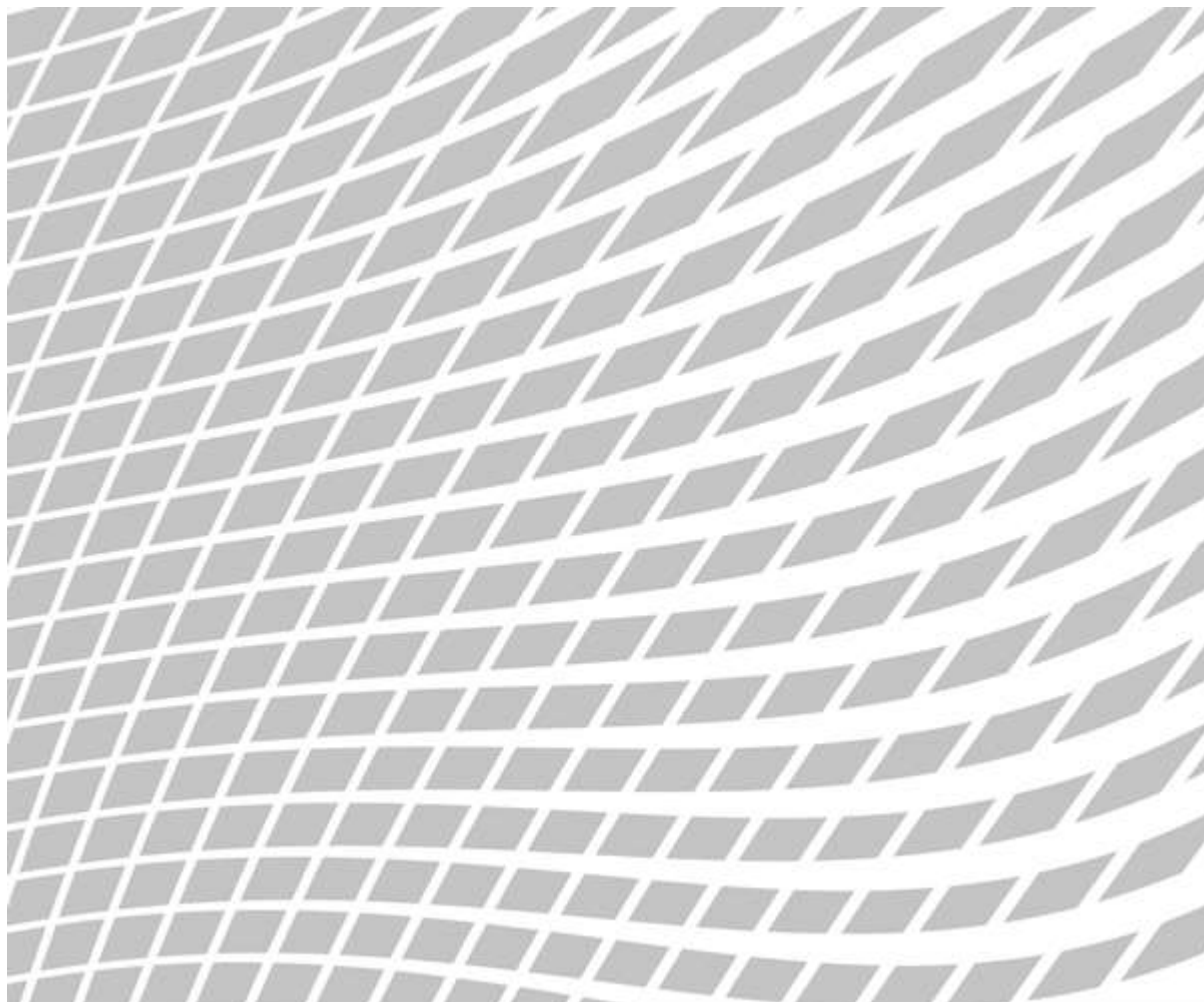


Table des matières

Eléments essentiels	3
Liste des abréviations.....	4
1 Contexte et objectif.....	6
2 Commentaires concernant la circulaire	8
2.1 Champ d'application	8
2.2 Définitions.....	8
2.2.1 Système organisé de négociation	8
2.2.2 Négociation selon des règles discrétionnaires ou non discrétionnaires	9
2.2.3 Négociation multilatérale / bilatérale.....	10
2.2.4 Digression : délimitation des systèmes organisés de négociation bilatérale	12
2.2.5 Instruments financiers négociés	12
2.3 Obligations de l'exploitant d'un système organisé de négociation	12
2.3.1 Organisation et prévention des conflits d'intérêts.....	12
2.3.2 Garantie d'une négociation ordonnée	13
2.4 Transparence de la négociation	13
2.5 Déclaration	14
2.6 Entrée en vigueur	14
3 Conséquences.....	15
3.1 Besoin de réglementation.....	15
3.2 Objectifs de la réglementation.....	15
3.3 Conséquences	16
4 Suite de la procédure	16

Eléments essentiels

La circulaire définit l'expression « système organisé de négociation » à travers les exigences qui découlent des termes « organisé » et « système de négociation ». Pour considérer une plate-forme de négociation comme un système organisé de négociation il faut i) une réglementation uniforme et contraignante, ii) des contrats conclus conformément à cette réglementation et iii) une initiative de négociation émanant ou pouvant émaner des participants.

Les transactions uniquement internes au sein d'un groupe financier assujetti à une surveillance consolidée ne relèvent pas de la réglementation sur les systèmes organisés de négociation.

La marge de manœuvre de l'exploitant d'un système organisé de négociation qui repose sur des règles discrétionnaires se limite aux décisions suivantes : placer ou reprendre l'ordre d'un client sur le système de négociation et ne pas regrouper à un moment donné l'ordre d'un client avec les ordres disponibles dans le système.

En cas de négociation bilatérale sur un système organisé de négociation, l'exploitant de ce dernier est toujours le cocontractant et il est exposé à un risque de marché lors de l'exécution des opérations.

La circulaire précise que les transactions sur le marché primaire et la vente d'instruments financiers élaborés spécialement pour un client ne sont pas concernées par la réglementation sur les systèmes organisés de négociation.

Les obligations organisationnelles de ces systèmes, que le législateur a définies principalement pour prévenir les conflits d'intérêts, ont été concrétisées dans la circulaire. En particulier, les exploitants de plusieurs systèmes organisés de négociation doivent les séparer les uns des autres grâce à des mesures préventives appropriées et efficaces.

Les exploitants d'un système organisé de négociation doivent mettre en place une fonction de contrôle efficace et indépendante de la négociation, qui garantit la conformité de cette dernière aux prescriptions.

L'obligation de transparence pré-négociation est liée à la notion de marché liquide, qui s'appuie sur le nombre de transactions au cours d'une année de négociation.

Contrairement à la définition de l'internalisateur systématique qui figure dans la MiFID, la LIMF et l'OIMF renoncent à utiliser des seuils quantitatifs pour définir un système organisé de négociation bilatérale. En l'absence de tels seuils, la circulaire tente de le délimiter à travers la définition du « système organisé de négociation ».

Liste des abréviations

FINMA	Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA)
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)
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 I	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 la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, JO L 173/349 du 12 juin 2014
MiFIR	Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, JO L 173/84 du 12 juin 2014
MTF	Système multilatéral de négociation / <i>multilateral trading facility</i> (MiFID)
OIMF	Ordonnance sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés (ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers ; RS 958.11)
OPCC	Ordonnance sur les placements collectifs de capitaux (ordonnance sur les placements collectifs ; RS 951.311)
OTC	<i>Hors bourse / over the counter</i>
OTF	Système organisé de négociation / <i>organized trading facility</i> (MiFID)
P-LSFin	Projet de loi sur les services financiers
Règlement d'exécution	Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce

MiFID	qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive, JO L 241/1 du 2 septembre 2006
SI	Internalisateur systématique / <i>systematic internaliser</i> (MiFID)

1 Contexte et objectif

La loi sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF) vise notamment à remplacer le terme actuel d'organisation analogue aux bourses, très vague et dépassé sur le plan international, par ceux, plus précis et mieux délimités, de système multilatéral de négociation et de système organisé de négociation. Les systèmes multilatéraux de négociation ne se distinguent des bourses que par le fait qu'ils admettent les valeurs mobilières à la négociation, mais ne les cotent pas. Ils sont assujettis à des règles analogues à celles des bourses et sont donc réglementés de manière plus stricte que les MTF dans l'Union européenne (UE). Les systèmes organisés de négociation ne sont pas recensés comme des infrastructures autonomes des marchés financiers, mais leur exploitation est réservée aux banques, aux négociants en valeurs mobilières, aux bourses et aux systèmes multilatéraux de négociation. L'exploitant d'un système organisé de négociation doit cependant remplir certaines obligations spécifiques, notamment en matière d'organisation et de transparence. Les prescriptions sur la transparence applicables aux systèmes de négociation multilatéraux et organisés s'attaquent à la problématique des *dark pools*, c'est-à-dire des plates-formes de négociation qui n'étaient guère réglementées et transparentes jusqu'à présent.¹

La réglementation des systèmes de négociation multilatéraux et organisés dans la LIMF et l'OIMF s'appuie sur le cadre juridique mis en place dans l'UE grâce aux directives MiFID I et MiFID II et au règlement MiFIR. En plus des bourses, le droit européen reconnaît les types suivants d'organisations de négociation : système multilatéral de négociation (MTF), système organisé de négociation (OTF) et internalisateur systématique (SI). Le droit suisse utilise certes les désignations « système multilatéral de négociation » et « système organisé de négociation », mais leur définition diffère des règles européennes à plusieurs égards. En Suisse, les systèmes organisés de négociation ont un champ d'application plus vaste que les OTF européens, car le système organisé de négociation bilatérale englobe également l'internalisation systématique.

¹ Message concernant la LIMF, FF 2014 7235, ici 7237.

Voici un aperçu des activités des différentes organisations de négociation :

	Organisation de négociation	Négociation de valeurs mobilières	Négociation d'instruments financiers qui ne sont pas des valeurs mobilières	Négociation multilatérale	Négociation bilatérale	Contrats conclus selon des règles non discrétionnaires	Contrats conclus selon des règles discrétionnaires	Négociation pour compte propre (au sens strict)
Suisse	Système multilatéral de négociation	X	(X)	X		X		
	Système organisé de négociation multilatérale selon des règles discrétionnaires	X	X	X			X	
	Système organisé de négociation multilatérale selon des règles non discrétionnaires		X	X		X		
	Système organisé de négociation bilatérale	X	X		X	X*	X*	X
UE	MTF	X	X	X		X		
	OTF	X**	X**	X			X	
	SI	X	X		X		X	X

* Selon le message, dans un système organisé de négociation bilatérale, un contrat peut être conclu selon des règles discrétionnaires ou non discrétionnaires. Ces deux possibilités sont donc mentionnées ici.

** Les instruments financiers négociables sur un OTF sont limités par l'art. 4 ch. 23 MiFID II. En particulier, les OTF ne peuvent négocier aucun titre de participation.

Légende : X = activité conforme à la définition ; (X) = activité non conforme à la définition, mais possible selon les circonstances

La définition des systèmes organisés de négociation à l'art. 42 LIMF en comprend trois types différents, qui se recoupent partiellement avec les organisations de négociation MTF, OTF et SI de l'UE. Un système organisé de négociation suisse peut par exemple effectuer dans certains cas une négociation selon des règles non discrétionnaires, ce qui n'est pas admis pour un OTF européen. De plus, il peut négocier des actions, contrairement à l'OTF. Le système organisé de négociation bilatérale suisse correspond en partie au SI de l'UE, mais contrairement au droit européen, le droit suisse ne prévoit aucun seuil quantitatif pour obtenir la qualité de système organisé de négociation bilatérale.

La réglementation suisse des systèmes organisés de négociation suit une approche basée sur des principes. La circulaire « Systèmes organisés de négociation » concrétise les dispositions correspondantes et indique comment la FINMA les interprète dans sa pratique prudentielle. Comme indiqué dans le message concernant la LIMF, les dispositions légales européennes servent de base dans ce domaine. Certains aspects de la circulaire reposent donc sur la réglementation et la terminologie de l'UE.

2 Commentaires concernant la circulaire

2.1 Champ d'application

Les banques, les négociants en valeurs mobilières et les plates-formes de négociation suisses qui exploitent un système organisé de négociation 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. Cela correspond au principe énoncé à l'art. 3f al. 2 LB.

2.2 Définitions

2.2.1 Système organisé de négociation

La définition du « système de négociation » (Cm 5 à 15) suppose que la négociation soit réalisée selon une réglementation uniforme et contraignante pour les participants, que la conclusion des contrats soit conforme au champ d'application de cette réglementation et que l'initiative de la négociation émane ou puisse émaner des participants.

De plus, il est précisé que les opérations intragroupe au sens de l'art. 115 let. a et b LIMF ne sont pas concernées par la réglementation sur les systèmes organisés de négociation. Cette approche reprend l'*intragroup exemption* figurant à l'art. 2 par. 1 let. b MiFID II.

La réglementation uniforme et contraignante pour les participants doit comprendre des dispositions concernant la participation au système, l'admission des instruments financiers à la négociation et la négociation entre les participants eux-mêmes ou entre l'exploitant du système et les participants. Elle doit également souligner que la négociation est planifiée au préalable et réalisée de manière récurrente (aucune activité de négoce exclusivement ad hoc). La fréquence des procédures de négociation importe peu en la matière. La circulaire précise que tout système de négociation qui remplit la fonction d'un système organisé de négociation doit être considéré comme tel, indépendamment de sa conception. Aucun système technique particulier n'est requis ; le terme est neutre sur le plan technologique. Il englobe donc également, par exemple, la négociation à la criée si elle satisfait aux conditions du Cm 5 de la circulaire. La présence d'un dispositif technique constitue cependant un indice de l'existence d'un système de négociation.

Par ailleurs, l'élément constitutif du système de négociation implique que des contrats soient conclus en son sein (Cm 9 à 13). Il importe peu à cet égard que l'exécution subséquente du contrat relève ou non de ce système. Cela vaut également pour les systèmes organisés de négociation bilatérale. Le message concernant la LIMF s'exprime à ce sujet et précise qu'il importe peu de savoir si les contrats sont conclus selon des règles discrétionnaires ou non lors d'une négociation bilatérale.² Le législateur

² Message concernant la LIMF, FF 2014 7235, ici 7292 ; la question a dû être clarifiée, car la définition légale à l'art. 42 let. c LIMF ne mentionne pas explicitement la conclusion de contrats comme but (contrairement à l'art. 42 let. a et b LIMF).

suppose que la négociation par l'intermédiaire d'un système organisé de négociation bilatérale se traduit également par la conclusion du contrat au sein du système de négociation.

Toutes les organisations qui ne conduisent pas à la conclusion de contrats, telles que les *bulletin boards*, les systèmes de routage d'ordres (*order routing*), les services électroniques de confirmation post-négociation³ ou les systèmes de compression de portefeuilles⁴, ne sont pas considérées comme des systèmes de négociation.

Les Cm 11 et 12 indiquent que les systèmes reposant sur des cotations⁵ et les systèmes de demande de cotation (*request for quote*)⁶ sont également concernés, car les contrats sont en l'occurrence conclus au sein du système.

L'initiative de la négociation doit pouvoir émaner des participants. Cela permet d'opérer une distinction entre les systèmes organisés de négociation et les systèmes de négociation internes des gestionnaires de fortune par exemple, dans lesquels les clients de ces gestionnaires ne peuvent pas influencer directement sur la négociation. Par conséquent, la réglementation uniforme et contraignante doit être axée sur la négociation initiée par les participants tant entre ces derniers qu'entre l'exploitant du système et les participants (Cm 14 et 15).

2.2.2 Négociation selon des règles discrétionnaires ou non discrétionnaires

Conformément à l'art. 23 OIMF, les règles de négociation ne sont pas discrétionnaires lorsqu'elles ne laissent aucune marge d'appréciation à la plate-forme de négociation ou à l'exploitant d'un système organisé de négociation dans le regroupement des offres. En d'autres termes, ce dernier doit être effectué exclusivement selon les règles du système de négociation ou à l'aide des procès-verbaux ou des procédures opérationnelles internes dudit système (y compris les procédures gérées par un logiciel). Après avoir défini les règles de participation au système et les modalités de conclusion des contrats en vue du regroupement des offres (*orders / quotes*), l'exploitant du système ne doit exercer aucune autre influence sur la conclusion d'un contrat entre les participants au système de négociation.

Dans une négociation selon des règles discrétionnaires, le pouvoir d'appréciation peut être exercé en décidant de placer ou de reprendre un mandat sur un système organisé de négociation et/ou de ne pas regrouper à un moment donné un ordre précis avec des ordres disponibles dans le système.⁷ Une négociation par appariement avec interposition du compte propre est autorisée si elle est compatible

³ On entend par là les services qui confirment l'exécution de la négociation aux participants à une transaction, voir Association for Financial Markets in Europe, *Post Trade explained*, février 2015.

⁴ Lors d'une compression de portefeuilles, des contrats inverses sur des dérivés OTC sont résiliés et de nouveaux contrats sont conclus. Cela vise à réduire le risque opérationnel en diminuant le nombre de contrats en cours pour un risque de marché similaire.

⁵ Dans un système reposant sur des cotations, les *market makers* établissent des offres (*quotes*) pour des instruments financiers.

⁶ Dans un système *request for quote*, la conclusion du contrat proprement dite découle du fait que le participant au système demande à la contrepartie d'établir une offre pour un nombre précis d'une valeur mobilière donnée ou d'un instrument financier spécifique.

⁷ Réglementation du pouvoir d'appréciation sur la base de l'art. 20 par. 6 MiFID II

avec l'obligation d'exécuter au mieux les ordres ou si les clients concernés ont expressément renoncé à une exécution au mieux (art. 39 al. 3 OIMF). Il faut indiquer au préalable aux clients comment le pouvoir d'appréciation est exercé ; cela ressort des principes de l'exécution au mieux (Cm 32) et de l'égalité de traitement (Cm 34).

Si les participants peuvent d'emblée fixer certaines conventions avec l'exploitant du système (par ex. aucune opération conclue avec certaines contreparties [par ex. pour des types de fonds précis] ou exécution d'ordres uniquement au-dessus ou en dessous d'un certain seuil), on part du principe qu'il n'y a pas de pouvoir d'appréciation au sens de la négociation selon des règles discrétionnaires. Il s'agit davantage d'un accord préalable entre un participant et l'exploitant du système, qui ne confère alors à ce dernier aucune marge de manœuvre pour le regroupement des ordres.

Les mesures visant à garantir une négociation ordonnée ne sont pas considérées comme l'exercice d'un pouvoir d'appréciation au sens d'une négociation selon des règles discrétionnaires.

2.2.3 Négociation multilatérale / bilatérale

La définition du terme « multilatéral » renvoie à la définition juridique de l'art. 22 OIMF, selon lequel une négociation est réputée multilatérale lorsque les intérêts acheteurs et vendeurs de multiples participants pour des valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers sont regroupés au sein du système de négociation en vue de la conclusion d'un contrat. Le système assume dès lors une fonction de marché.

Il est précisé par ailleurs que la négociation multilatérale doit être neutre en ce sens qu'une exécution des ordres des clients en engageant les propres capitaux de l'exploitant du système ou d'une société du groupe est interdite. Également imposée aux plates-formes de négociation, cette neutralité est un critère de distinction important par rapport à la négociation bilatérale, dans laquelle les ordres des clients sont toujours exécutés pour compte propre, l'exploitant assumant alors le risque de marché.

A titre de clarification, la circulaire précise l'élément constitutif concernant la pluralité des participants : le système doit disposer d'au moins trois participants actifs pouvant s'échanger simultanément leurs offres.

Même la négociation par appariement avec interposition du compte propre (*matched principal trading*) doit être considérée comme une négociation multilatérale bien que l'exploitant du système organisé de négociation intervienne simultanément en tant que partie entre l'acheteur et le vendeur. Il fait alors office de contrepartie tant pour l'acheteur que pour le vendeur. Les transactions doivent cependant être exécutées simultanément, l'exploitant ne devant alors être exposé à aucun risque de marché.

La négociation par appariement avec interposition du compte propre est qualifiée de négociation multilatérale, car les intérêts acheteurs et vendeurs de multiples participants pour des instruments financiers sont regroupés matériellement.

En outre, le Cm 22 prévoit une exception pour la négociation d'instruments financiers illiquides émis par une corporation de droit public.⁸ La terminologie s'appuie sur le droit des placements collectifs de capitaux (art. 83 OPCC).

En cas de négociation sur un système organisé de négociation bilatérale, l'exploitant du système est toujours la contrepartie lors de la transaction.⁹ Il est lui-même partie au contrat, et non un exploitant de système neutre qui regroupe les offres et les demandes de multiples participants sans être cocontractant.

Les systèmes organisés de négociation bilatérale effectuent de la négociation pour compte propre et assument le risque de marché connexe, alors que les systèmes organisés de négociation multilatérale ne peuvent exécuter de la négociation pour compte propre que dans certains cas grâce à la négociation par appariement avec interposition du compte propre, sans être exposés à un risque de marché. Les deux formes de négociation pour compte propre se différencient de la façon suivante :¹⁰

- négociation pour compte propre : achat ou vente d'instruments financiers en engageant ses propres capitaux. Le négociant pour compte propre supporte alors le risque de marché. Il s'agit en l'occurrence d'une *négociation bilatérale* (voir Cm 23) ;
- négociation par appariement avec interposition du compte propre (*matched principal trading*) : le négociant pour compte propre agit en tant que contrepartie pour l'acheteur et le vendeur. Ce faisant, il exécute les ordres simultanément (de manière synchronisée) de façon à ce qu'il n'y ait à aucun moment une exposition au risque de marché pendant l'opération. Celle-ci est conclue à un prix auquel l'intermédiaire n'enregistre ni gain ni perte pour sa prestation, à l'exception d'une commission divulguée au préalable. Il s'agit en l'occurrence d'une *négociation multilatérale* (voir Cm 21). L'exception formulée à l'art. 39 al. 3 OIMF est réitérée à cet endroit dans la circulaire afin de la replacer correctement dans le contexte du *matched principal trading*.

Si les négociations multilatérales et bilatérales étaient exécutées dans le même système de négociation, des conflits d'intérêts pourraient se produire. C'est la raison pour laquelle seule une négociation multilatérale *ou* bilatérale peut être réalisée dans un système organisé de négociation (voir commentaires sur les conflits d'intérêts au chap. 2.3.1), à l'exception du Cm 22 (instruments financiers illiquides).

⁸ La directive MiFID II prévoit également dans son art. 20 par. 3 une exception correspondante pour les instruments de dette souveraine.

⁹ A titre de clarification, il est précisé qu'une négociation bilatérale peut aussi être réalisée en dehors d'un système organisé de négociation. On utilise alors parfois le terme « négociation OTC ». Celui-ci doit cependant être évité, car l'art. 97 al. 1 LIMF parle de négociation de gré à gré pour toute négociation effectuée sans passer par une plate-forme de négociation, soit également pour les opérations sur un système organisé de négociation.

¹⁰ Les définitions se basent sur l'art. 4 par. 6 et 38 MiFID II ainsi que sur le considérant 24 en introduction de la directive MiFID II. La MiFID se distingue sur le plan terminologique en ce sens qu'elle utilise l'expression « négociation pour compte propre » pour désigner tant la négociation pour son propre compte (voir considérant 24 en introduction) que la négociation pour compte propre avec prise en charge du risque de marché (voir art. 4 ch. 6).

2.2.4 Digression : délimitation des systèmes organisés de négociation bilatérale

Compte tenu de la formulation de la loi et de l'ordonnance, des systèmes qui se bornent à échanger des offres, mais ne conduisent pas à la conclusion de contrats peuvent être considérés comme des systèmes organisés de négociation bilatérale. De plus, des limites quantitatives (seuils) font défaut par rapport à l'internalisateur systématique défini dans le droit européen. L'expression « système organisé de négociation bilatérale » doit donc être interprétée de manière plus stricte.

Un système organisé de négociation est défini comme suit : i) il faut une réglementation uniforme et contraignante ; ii) la conclusion de contrats doit être conforme à cette réglementation et iii) l'initiative de la négociation doit ou peut émaner des participants (voir Cm 5 à 15 de la circulaire).

On a tenté de trouver des limites quantitatives pour les systèmes organisés de négociation bilatérale. Elles pourraient découler d'éventuelles exigences légales comme l'activité professionnelle ou du « rôle commercial important » du système organisé de négociation bilatérale ou de la nécessité d'une négociation fréquente et systématique. Toutefois, comme la loi et l'ordonnance ne comportent aucune indication sur des limites quantitatives, il n'existe aucune base pour concrétiser de telles limites dans la circulaire.

2.2.5 Instruments financiers négociés

Les transactions du marché primaire et l'émission d'instruments financiers sur mesure ne sont pas concernées dans la mesure où aucun cours de rachat n'est fixé. En effet, la présentation d'offres de cours sur la plate-forme et la conclusion de contrats au sein du système confèrent la qualité de système organisé de négociation (voir également Cm 5 à 15).

2.3 Obligations de l'exploitant d'un système organisé de négociation

2.3.1 Organisation et prévention des conflits d'intérêts

Les systèmes organisés de négociation doivent être séparés des autres activités sur le plan organisationnel grâce à des mesures préventives appropriées et efficaces. De plus, si un exploitant gère différents systèmes organisés de négociation, ceux-ci doivent également faire l'objet d'une séparation organisationnelle, qu'il s'agisse ou non du même type de systèmes organisés de négociation (voir art. 42 LIMF).

Concernant l'obligation de séparer les activités, le rapport explicatif de l'OIMF renvoie à l'art. 20 par. 4 MiFID II, qui interdit d'exploiter un OTF et un internalisateur systématique au sein de la même entité juridique. Le droit suisse n'exige pas que les systèmes organisés de négociation multilatérale et bilatérale soient exploités par des personnes morales distinctes. Il fixe cependant des exigences élevées concernant la séparation organisationnelle des différents systèmes organisés de négociation. Si l'exploitant de systèmes de négociation souhaite gérer des systèmes organisés de négociation multilatérale et bilatérale au sein de la même personne morale, il doit les séparer sur le plan organisationnel

grâce à des mesures préventives appropriées et efficaces.¹¹ En particulier, il faut s'assurer que le transfert d'ordres entre la fonction bilatérale et la fonction multilatérale soit impossible.¹²

La séparation organisationnelle des systèmes organisés de négociation multilatérale et bilatérale vise principalement à prévenir les conflits d'intérêts. Ceux-ci peuvent notamment résulter de la négociation pour compte propre.

Une fonction de contrôle indépendante de la négociation doit garantir une négociation conforme aux dispositions, enregistrer et évaluer les données relatives à la négociation et déclarer à la FINMA un éventuel comportement abusif sur le marché. Contrairement aux plates-formes de négociation, l'exploitant d'un système organisé de négociation (voir art. 27 LIMF) ne doit pas gérer un organisme d'autorégulation pour surveiller la négociation (quant aux délits d'initiés et aux manipulations du marché).

Le Cm 31 prévoit que tous les ordres et toutes les opérations puissent être reconstitués à tout moment, de manière chronologique, avec la granularité requise. Cela signifie que même les ordres et les opérations de la négociation à haute fréquence doivent être enregistrés dans le temps de manière suffisamment détaillée pour pouvoir suivre la chronologie des ordres reçus et des opérations effectuées. Le négociant en valeurs mobilières qui exploite un système organisé de négociation bilatérale peut satisfaire à l'obligation d'enregistrement énoncée à l'art. 39 al. 2 OIMF en tenant un journal. Les enregistrements ne doivent pas être dupliqués.

L'exploitant d'un système organisé de négociation doit s'assurer que la négociation est conforme et réalisée au sens d'une exécution au mieux (Cm 32). La circulaire indique que ce principe, qui découle déjà du droit des mandats et s'applique aux négociants en valeurs mobilières notamment en vertu de l'art. 11 LBVM, vaut également pour les exploitants d'un système organisé de négociation.

2.3.2 Garantie d'une négociation ordonnée

L'exploitant d'un système organisé de négociation doit instaurer des règles et des procédures transparentes ainsi que des critères objectifs pour une exécution efficace des ordres. Il doit garantir une négociation conforme aux règles fixées et sa réalisation au sens d'une exécution au mieux, même en cas d'activité intense du système (voir chap. 2.3.1 ci-dessus).

2.4 Transparence de la négociation

La circulaire ne mentionne que quelques points spécifiques aux systèmes organisés de négociation.

¹¹ Voir à ce sujet le rapport explicatif sur l'art. 39 OIMF ; la description des mesures préventives nécessaires à la séparation (par ex. barrières à l'information) s'inspire de la formulation du Cm 50 de la Circ.-FINMA 2013/8 « Règles de conduite sur le marché ».

¹² Cette solution est plus souple que l'interdiction imposée par l'UE d'exploiter des OTF et des SI dans la même entité juridique, mais elle poursuit le même objectif.

Elle précise au Cm 35 que les dispositions sur la transparence pré-négociation des systèmes organisés de négociation se réfèrent aux mêmes instruments financiers que pour les plates-formes de négociation (art. 27 al. 1 OIMF). En l'état actuel de l'OIMF, les exigences relatives à la transparence pré-négociation portent exclusivement sur les actions. Cette précision est nécessaire, car l'art. 42 al. 1 OIMF se contente de renvoyer par analogie aux art. 27 et 29 OIMF et confère ainsi une certaine marge d'interprétation quant aux instruments financiers concernés.

Les systèmes organisés de négociation bilatérale peuvent satisfaire aux exigences de la transparence pré-négociation en publiant des offres fermes. Cette publication correspond à la nature de la négociation bilatérale, dans laquelle l'exploitant du système organisé de négociation fait office de contrepartie et négocie pour compte propre. Si le marché n'est pas liquide, des offres de cours sur demande suffisent (art. 42 al. 2 OIMF).

Ni la loi ni l'ordonnance ne définissent un marché liquide au sens de l'art. 42 OIMF. La pratique prudentielle devrait se baser sur le nombre moyen de transactions par jour, mais pas sur le chiffre d'affaires qui en dépend ni sur le flottant des instruments financiers. Malgré une définition légèrement simplifiée par rapport à celle de l'UE, on peut s'attendre à ce que la part des actions négociées considérées comme liquides soit similaire à celle observée dans l'UE.

Conformément à la circulaire, le marché d'un instrument financier est réputé liquide au sens de l'art. 42 OIMF si cet instrument a été négocié en moyenne au moins 100 fois par jour de négociation sur la plate-forme de négociation de sa première admission au cours de l'année écoulée (de janvier à décembre). Par exemple, si cette dernière comprend 250 jours de négociation, l'instrument financier doit avoir été négocié au moins 25 000 fois sur cette période pour que le marché soit considéré comme liquide.

Si un système organisé de négociation permet de procéder à une négociation par appariement avec interposition du compte propre (*matched principle trading*), aucune exception à la transparence pré-négociation et post-négociation ne saurait être accordée.¹³

2.5 Déclaration

Les exploitants d'un système organisé de négociation doivent déclarer à la FINMA qu'ils exploitent ou entendent exploiter un tel système (art. 29 LFINMA).¹⁴

2.6 Entrée en vigueur

La circulaire entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2018. Cela correspond à l'entrée en vigueur des obligations différées par l'art. 129 al. 1 OIMF. Toute obligation d'un exploitant de système organisé de négociation qui n'a pas été repoussée par l'art. 129 al. 1 OIMF s'applique déjà et doit donc être satisfaite.

¹³ Obligation analogue au considérant 9 par. 3 MiFIR.

¹⁴ Message concernant la LIMF, FF 2014 7235, ici 7293.

Comme la circulaire n'entre en vigueur qu'au 1^{er} janvier 2018, les exploitants ont suffisamment de temps pour implémenter les dispositions concrètes qui y sont exposées.

3 Conséquences

3.1 Besoin de réglementation

La LIMF a introduit l'expression « système organisé de négociation ». Le législateur a édicté ces règles en se fondant sur des principes, conformément à la tradition éprouvée de la réglementation des marchés financiers, qui est conçue comme une législation cadre. Dans sa circulaire, la FINMA concrétise sa compréhension des dispositions de la loi et de l'ordonnance, créant ainsi une sécurité juridique pour les personnes concernées quant à l'interprétation des nouvelles prescriptions. Par exemple, il convient de déterminer les exigences posées à une plate-forme de négociation pour qu'elle obtienne la qualité de système organisé de négociation. De plus, la séparation entre l'exploitation de ce dernier et les autres activités ainsi que les obligations de contrôle de l'exploitant doivent être précisées. Par ailleurs, le terme « marché liquide » doit être défini en vue d'une exemption de l'obligation relative à la transparence pré-négociation pour les systèmes organisés de négociation bilatérale. Les précisions correspondantes créent une base permettant à la FINMA d'appliquer les dispositions de manière efficace et cohérente.

Les différentes questions d'interprétation adressées à la FINMA par plusieurs représentants de la branche après l'entrée en vigueur de la LIMF et de l'OIMF montrent au demeurant que ces précisions concernant les nouvelles dispositions sur les systèmes organisés de négociation étaient nécessaires (par ex. définitions, champ d'application de ces dispositions et obligations des exploitants de ces systèmes).

3.2 Objectifs de la réglementation

La LIMF et l'OIMF ont remplacé le terme actuel d'organisation analogue aux bourses, très vague et dépassé sur le plan international, par ceux, plus précis et mieux délimités, de système multilatéral de négociation et de système organisé de négociation. Cela a accru la sécurité juridique pour les personnes concernées, amélioré l'égalité des conditions entre les différents systèmes de négociation et permis un rapprochement avec les prescriptions internationales. Les nouvelles exigences de transparence se sont attaquées à la problématique des *dark pools*, notamment en vue de la protection des investisseurs.

La circulaire a pour objectif une application uniforme du droit de rang supérieur. Grâce à une interprétation claire et précise des dispositions, elle vise à soutenir les personnes concernées lors de l'application technique et à permettre une surveillance effective.

3.3 Conséquences

La définition légale du système organisé de négociation (art. 42 LIMF) est si vaste qu'un grand nombre de modèles de négociation exploités par des établissements tant assujettis que non assujettis pourraient potentiellement être qualifiés de systèmes organisés de négociation. La circulaire vise donc également à préciser le champ d'application des dispositions correspondantes pour concrétiser le but de protection de la loi, sans toutefois que leurs effets ne dépassent l'ampleur nécessaire à la réalisation de ce but. Elle atteint cet objectif en fixant trois conditions cumulatives à l'existence d'un système organisé de négociation.

En présentant son interprétation des dispositions sur les systèmes organisés de négociation dans une circulaire, la FINMA facilite l'application de ces prescriptions par les assujettis, promeut une compréhension commune de ces dernières et s'assure que les données requises pour la surveillance soient disponibles.

La FINMA suppose que le nouveau cadre réglementaire défini dans la LIMF et l'OIMF pour les systèmes organisés de négociation conduira les assujettis concernés à adapter leur organisation, leurs processus et leurs systèmes informatiques. Les conséquences correspondantes découlent cependant de la LIMF et de l'OIMF. La circulaire simplifie l'application de la législation en instaurant une pratique interprétative uniforme. La FINMA ayant fixé son entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2018, les exploitants ont suffisamment de temps pour implémenter les dispositions concrètes exposées dans la circulaire.

4 Suite de la procédure

Le rapport sur les résultats de l'audition et la version approuvée de la circulaire devraient être publiés en mars 2017. L'entrée en vigueur est prévue au 1^{er} janvier 2018.