

Circulaire 2008/38

Règles de conduite sur le marché

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

Référence : Circ.-FINMA 08/38 « Règles de conduite sur le marché »
 Date : 20 novembre 2008
 Entrée en vigueur : 1^{er} janvier 2009
 Dernière modification : 26 novembre 2008 [les modifications sont signalées par * et figurent à la fin du document]
 Concordance : remplace la Circ.-CFB 08/1 « Règles de conduite sur le marché » du 19 mars 2008
 Bases légales : LFINMA art. 7 al. 1 let. b
 LB art. 3
 LBVM art. 1, 6, 10, 11
 LPCC art. 13, 14

Destinataires																					
LB			LSA			LBVM		LPCC								LBA			Autres		
Banques	Groupes et congl. financiers	Autres intermédiaires	Assureurs	Groupes. et congl. d'assur.	Intermédiaires d'assur.	Bourses et participants	Négociants en valeurs mob.	Directions de fonds	SICAV	Sociétés en comm. de PCC	SICAF	Banques dépositaires	Gestionnaires de PCC	Distributeurs	Représentants de PCC étr.	Autres intermédiaires	OAR	IFDS	Entités surveillées par OAR	Sociétés d'audit	Agences de notation
X							X	X	X	X	X		X								

I. But	Cm	1–3
II. Champ d'application	Cm	4–6
III. Utilisation d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours	Cm	7–21
IV. Mécanisme véritable d'offre et de demande	Cm	22–35
V. Diffusion d'informations susceptibles d'influencer les cours	Cm	36–38
VI. Principe de la bonne foi	Cm	39–44
VII. Devoirs d'organisation des négociants en valeurs mobilières	Cm	45–66
A. Informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours	Cm	45–47
B. Barrières à l'information (« Chinese walls ») / périmètres de confidentialité	Cm	48–51
C. Transactions sur valeurs mobilières hors du périmètre de confidentialité	Cm	52–53
D. « Watch List »	Cm	54
E. « Restricted List »	Cm	55
F. Surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs	Cm	56
G. Emission de valeurs mobilières lors d'une introduction en bourse	Cm	57–58
H. Analystes financiers	Cm	59–60
I. Examen des crédits / attribution de rating	Cm	61–62
J. Devoirs d'enregistrement	Cm	63–64
K. Audit	Cm	65
L. Délai transitoire	Cm	66

I. But

La loi sur les bourses a pour but (art. 1 LBVM ; RS 954.1) d'assurer la transparence et le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières ainsi que de garantir l'égalité de traitement des investisseurs. A cet effet, l'art. 6 LBVM instaure une surveillance des activités sur le marché (surveillance du marché) de sorte que l'exploitation de la connaissance de faits confidentiels, des manipulations de cours ou d'autres violations de dispositions légales puissent être détectées. 1

La présente Circulaire établit des règles de conduite pour les intermédiaires financiers soumis à surveillance dans le domaine du négoce des valeurs mobilières. Elle contient des directives visant à éviter les abus de marché et des exemples d'opérations sur valeurs mobilières admissibles (« Accepted Market Practices »¹). 2

Les exigences de la présente Circulaire découlent de l'obligation de présenter toutes garanties d'une activité irréprochable au sens de l'art. 10 al. 2 let. d LBVM et de l'art. 11 LBVM. Elles font partie du droit de la surveillance et ont une signification indépendante. Leur portée dépasse notamment celle des art. 161 et 161^{bis} CP (arrêt du Tribunal fédéral du 2 février 2000 ; cf. Bulletin-CFB 40/2000 p. 37 ss). Les devoirs d'organisation au sens du chapitre VII découlent de l'art. 10 al. 2 let. a LBVM. 3

II. Champ d'application

La Circulaire s'applique à tous les négociants en valeurs mobilières soumis à la loi sur les bourses. 4

En présence d'indices manifestes selon lesquels des opérations sur valeurs mobilières pour le compte de clients ne sont pas compatibles avec les exigences des chapitres III. à V., les négociants en valeurs mobilières sont dans l'obligation d'en rechercher les causes et, le cas échéant, de renoncer à participer aux opérations en question ; une surveillance et une clarification systématique ne sont pas requises. 5*

Les banques sans statut de négociant en valeurs mobilières et les titulaires d'une autorisation au sens de l'art. 13 al. 2 let. a, b, c, d et f ainsi que de l'art. 13 al. 4 de la LPCC sont également soumis pour leurs opérations sur valeurs mobilières pour compte propre et pour compte de clients aux règles des chapitres III. à VI. Ces exigences découlent de l'obligation de présenter toutes garanties d'une activité irréprochable (art. 3 al. 2 let. c LB, art. 14 al. 1 let. a LPCC). 6

III. Utilisation d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours

Le négoce de valeurs mobilières doit s'effectuer sur la base d'informations relatives à des valeurs mobilières ou à des émetteurs, qui sont publiées ou accessibles au public ou sur la base d'informations découlant de celles-ci. 7

¹ Les concepts courants en anglais sont utilisés dans cette circulaire comme des exemples, des références et des indications pour l'interprétation des termes français.

Les informations relatives à des valeurs mobilières ou à des émetteurs sont accessibles au public lorsqu'elles sont publiées et diffusées dans les médias ou par les canaux d'informations financiers usuels ou lorsqu'elles découlent de telles publications ou diffusion.	8
Toutes les autres informations relatives à des valeurs mobilières ou à des émetteurs doivent être considérées comme confidentielles.	9
L'utilisation d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours en vue d'effectuer des opérations sur valeurs mobilières n'est pas autorisée (usage abusif d'informations).	10
Des informations sont susceptibles d'influencer les cours lorsqu'elles sont propres à influencer de manière considérable la cotation ou le prix en bourse de la valeur mobilière en question. Elles concernent notamment les faits ayant trait à la structure organisationnelle, au conseil d'administration et à la direction générale, à la marche des affaires, au bilan ou aux résultats d'une entreprise, qui sont pertinentes pour l'évaluation de l'entreprise et qui sont, en conséquence, susceptibles d'influencer sensiblement le cours de l'action. De telles informations font, le cas échéant, l'objet d'un devoir de publicité légal ou réglementaire (obligation de déclarer les participations selon l'art. 20 LBVM, publicité événementielle selon les règlements des bourses).	11
Divulguer de manière injustifiée des informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours ou fournir des indications ou des recommandations basées sur de telles informations constitue également un usage abusif d'informations.	12
Les rumeurs et les indications indéterminées ne sont pas des informations confidentielles. Pour autant, la diffusion intentionnelle de rumeurs ou d'indications indéterminées afin de pouvoir s'en prévaloir n'est pas autorisée.	13
L'utilisation d'une réaction attendue de la part des participants du marché et des cours des valeurs mobilières en ayant connaissance de la publication prochaine de recommandations d'investissement (« Scalping ») n'est pas autorisée.	14
Sont notamment admis les opérations sur valeurs mobilières et les comportements suivants :	
• Opérations sur valeurs mobilières hors d'un périmètre de confidentialité séparé; il convient de s'assurer, par le biais de mesures organisationnelles, qu'aucune information confidentielle susceptible d'influencer les cours ne soit utilisée pour les opérations sur valeurs mobilières (pour les détails se référer au chapitre VII).	15
• Opérations sur valeurs mobilières qui, nonobstant la connaissance d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours, auraient, ce qui doit être démontrable, été effectuées sans celles-ci et qui ne sont ainsi pas fondées sur ces informations.	16
• Achats de valeurs mobilières d'une société cible par un acquéreur potentiel ou par un tiers mandaté par et pour le compte de ce dernier en vue de préparer l'offre publique d'acquisition.	17
• Transmission à un tiers mandaté d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours (par exemple, recours à des conseillers pour préparer une fusion).	18
• Poursuite d'une stratégie d'investissement préalable qui a été mise en place indépendam-	19

ment d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours.

- Opérations de couverture, négoce pour compte propre, market making basés sur des informations découlant des positions du négociant en valeurs mobilières ou du carnet d'ordres des bourses. 20
- Rachat de ses propres valeurs mobilières dans le cadre d'un programme de rachat d'actions ou en vue de sa préparation conformément à la Communication n° 1 de la Commission des OPA : le rachat d'actions propres. 21

IV. Mécanisme véritable d'offre et de demande

Les opérations sur valeurs mobilières doivent présenter une justification économique et correspondre à un mécanisme véritable d'offre et de demande. 22

Les transactions fictives, les ordres fictifs ainsi que les opérations sur valeurs mobilières ou de simples saisies d'ordres (Orders) dans le but de créer l'apparence d'une activité de négoce ou de modifier/manipuler la liquidité, le cours de bourse ou la cotation de valeurs mobilières, ne sont pas autorisées (manipulation de marché). 23

Constituent notamment des indices de manipulations de marché, les opérations sur valeurs mobilières suivantes (les bourses règlent, le cas échéant, les modalités) :

- Achat et vente rapprochés d'une même valeur mobilière pour le compte d'un seul et même ayant droit économique (« Wash Trades »). 24
- Opérations croisées d'achat et de vente d'une même valeur mobilière sur le compte propre d'un négociant en valeurs mobilières (« Nostro-Nostro Inhouse Crosses »). 25
- Saisies d'ordres croisés à l'achat et à la vente pour une même valeur mobilière suite à une concertation préalable dans l'intention de modifier/manipuler la liquidité ou le prix (« Improper Matched Orders », « Daisy Chains » en cas de coordination entre plusieurs parties). 26
- Altération de liquidité et de prix provoquée, de manière intentionnelle, par un excès d'ordres d'achat ou de vente (« Ramping », « Capping », « Pegging »). 27
- Constitution de positions importantes dans l'intention de rétrécir le marché (« Squeeze » ou « Corner »). 28
- Placement d'ordres fictifs pour de gros blocs dans le système de négoce dans l'intention de les supprimer immédiatement (« Spoofing »). 29

Sont notamment admis les opérations sur valeurs mobilières et les comportements suivants :

- Opérations sur valeurs mobilières dans le but de stabiliser le prix ou de soutenir le cours (lissages passagers de déviations de prix) pendant une durée convenue à l'avance et extensible; la durée et la stabilisation doivent être communiquées aux bourses en application des règles de ces dernières (une publication n'est pas obligatoire). 30

- Mesures de stabilisation des cours suite à l'attribution d'un placement public de valeurs mobilières pendant un temps limité (« syndicate bid »). Les paramètres de telles stabilisations des cours (objet de la stabilisation, fourchette de cours, durée) doivent être publiés au moment de l'ouverture du négoce. 31
- Opérations sur valeurs mobilières à des fins de tenue de marché (« market making »). 32
- Rachat de ses propres valeurs mobilières dans le cadre d'un programme de rachat conformément à la Communication n° 1 de la Commission des OPA : le rachat d'actions propres. 33
- Des Nostro-Nostro Inhouse Crosses lorsque les opérations croisées sont indépendantes les unes des autres et sont exécutées dans le système de bourse en l'absence de toute concertation. 34
- « Matched Orders » lorsqu'ils sont économiquement fondés et autorisés (par exemple avantages fiscaux, changement de la comptabilité) et se font au cours du marché en vigueur; de telles transactions doivent être communiquées au préalable aux bourses en application des prescriptions de ces dernières. 35

V. Diffusion d'informations susceptibles d'influencer les cours

Les informations susceptibles d'influencer les cours peuvent être diffusées et publiées seulement si celui qui les diffuse et les publie est, de manière légitime, en droit de présumer qu'elles correspondent aux faits tels qu'ils existent. 36

Constituent notamment une diffusion ou une publication, les avis diffusés ou publiés par le biais des canaux d'information financiers et boursiers, des médias en général, sur Internet ainsi que les déclarations des services de recherche et d'analyse de négociants en valeurs mobilières. 37

La diffusion d'informations fausses, incomplètes ou trompeuses à propos de valeurs mobilières ou d'émetteurs dans le but de tromper d'autres participants du marché n'est pas autorisée (tromperie de marché). 38

VI. Principe de la bonne foi

Les opérations sur valeurs mobilières doivent être exécutées conformément au principe de la bonne foi. 39

Les règles de conduite vis-à-vis des clients au sens de l'article 11 LBVM (devoirs d'information, de diligence et de loyauté) sont concrétisées dans les règles de conduite pour les négociants en valeurs mobilières de l'Association suisse des banquiers. Le principe de la bonne foi exige, en outre, l'adoption d'un comportement intègre vis-à-vis du marché dans son ensemble. 40

Le principe de la bonne foi est notamment incompatible avec les comportements suivants :

- Le décompte d'un prix divergent du cours effectif (« cours coupé »). Il n'y a pas de cours coupé lorsque le négociant en valeurs mobilières, dans le cadre de l'exécution de l'ordre, a 41

pris un risque de cours suite à l'ordre à exécuter ou s'il a conclu un accord avec son client qui justifie le décompte d'un cours divergent du cours effectif (cf. Règles de conduite pour les négociants en valeurs mobilières de l'Association suisse des banquiers).

- Exploitation de la connaissance d'ordres de clients pour exécuter préalablement, parallèlement ou immédiatement après des transactions pour propre compte (« Front / Parallel Running », cf. Règles de conduite pour les négociants en valeurs mobilières de l'Association suisse des banquiers). 42
- Exploitation d'ordres au mieux portant sur des valeurs mobilières pour lesquelles il n'existe pas de cours à l'achat ou à la vente. 43

Sont notamment admis les opérations sur valeurs mobilières et les comportements suivants :

- L'exécution interne de transactions en valeurs mobilières contre les positions propres du négociant ou contre des ordres de clients (internalisation) pour autant que le principe de la meilleure exécution (« best execution ») soit respecté. 44

VII. Devoirs d'organisation des négociants en valeurs mobilières

A. Informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours

Le flux d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours doit être organisé et surveillé de manière à pouvoir détecter les comportements abusifs et éviter des dommages aux clients. Les négociants en valeurs mobilières s'abstiennent de comportements qui pourraient nuire à la confiance de leurs clients et à celle qu'inspire la place financière suisse. 45

Dans le cas où des abus ou des atteintes sont prévisibles ou si le cloisonnement de l'information dans chaque périmètre de confidentialité est impossible, les conflits d'intérêt existants doivent être déclarés ou il faudra s'abstenir d'effectuer les transactions sur les valeurs mobilières concernées aussi longtemps que les informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours n'ont été publiées. 46

A cet effet, les négociants en valeurs mobilières doivent prévoir l'organisation, la formation et les contrôles nécessaires au vu de l'importance de leurs activités. 47

B. Barrières à l'information (« Chinese walls ») / périmètres de confidentialité

Les barrières à l'information comprennent l'ensemble des mesures visant à contrôler les flux d'informations (« Chinese walls ») et donc à éviter les conflits d'intérêts et l'usage abusif d'informations. 48

Des mesures organisationnelles relatives aux locaux, aux collaborateurs, aux fonctions, à l'organisation interne et au système informatique doivent permettre de définir des périmètres de confidentialité à l'intérieur desquels les informations sont isolées et contrôlées. Le degré d'organisation de tels périmètres de confidentialité dépend des activités, de la taille ainsi que de la structure du négociant en valeurs mobilières. Si nécessaire, il convient de définir des pé- 49

rimètres de confidentialité ad hoc afin d'isoler les flux d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours au cercle des personnes qu'elles concernent directement.

Les différents secteurs d'activités doivent être définis en périmètres de confidentialité au moyen de barrières à l'information verticales. Au moyen de barrières à l'information horizontales, il convient d'assurer que des informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours ne soient transmises par l'intermédiaire de la direction générale ou des unités de contrôle centrales à d'autres secteurs d'activités. L'implantation de telles barrières doit être prévue par des règlements internes ou établies ad hoc, si nécessaire. 50

Le respect de ces mesures doit être surveillé par un service spécifique (par exemple, par le service de compliance), qui a également pour tâche de diriger les flux d'informations horizontaux et verticaux. Ces barrières à la transmission d'informations peuvent être outrepassées pour de justes motifs. De telles exceptions doivent être documentées à temps. La direction générale répond en dernier ressort du traitement des informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours ainsi que de la gestion des conflits d'intérêts. La direction générale et le conseil d'administration peuvent passer outre aux périmètres de confidentialité et barrières à la transmission d'informations. 51

C. Transactions sur valeurs mobilières hors du périmètre de confidentialité

Dès lors que les informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours sont isolées à l'intérieur d'un périmètre de confidentialité, les transactions sur valeurs mobilières dans les autres secteurs d'activités restent admissibles, notamment les opérations sur valeurs mobilières de tenue de marché, de couverture (sous-jacent et dérivé), les transactions nostro habituelles ainsi que les opérations en relation avec la clientèle (voir également Cm 15). 52

Si, par contre, des conflits d'intérêts, touchant plusieurs secteurs d'activités et le négociant en valeurs mobilières dans son ensemble, subsistent, il convient, le cas échéant, de renoncer, sur instruction de la direction générale et du conseil d'administration, à effectuer des transactions sur ces valeurs mobilières pour une durée limitée. 53

D. « Watch List »

Les « watch list » contiennent des indications sur les informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours qui sont en possession du négociant en valeurs mobilières et qui concernent les émetteurs, les bénéficiaires de ces informations et les périodes de confidentialité notamment. Cette liste est mise à jour par un service désigné à cet effet (par exemple le service de compliance). 54

E. « Restricted List »

Cette liste 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 ». 55

F. Surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs

Les négociants en valeurs mobilières doivent édicter des directives internes qui règlent les mesures de surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs. Ces mesures doivent notamment permettre d'éviter ou de détecter les transactions abusives de collaborateurs effectuées pour leur propre compte sur la base d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours. Dans ce cadre, les relations bancaires des collaborateurs du négociant en valeurs mobilières auprès d'institutions tierces et les conflits d'intérêts envers l'employeur doivent être pris en compte de manière appropriée. 56

G. Emission de valeurs mobilières lors d'une introduction en bourse

La collaboration à la préparation d'émissions de valeurs mobilières peut conduire à la connaissance d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours. Les règles du chapitre III sont applicables. 57

De plus, il convient de garantir que l'attribution des valeurs mobilières s'effectue de manière équitable et transparente selon des critères objectifs et qu'elle soit surveillée et puisse être reconstituée. Les détails sont réglés dans les directives d'attribution concernant le marché des émissions de l'Association suisse des banquiers. 58

H. Analystes financiers

Les services d'analyse et de recherche doivent être organisés de manière indépendante et former un périmètre de confidentialité séparé. Les règles de conduite de l'Association suisse des banquiers sur l'indépendance de l'analyse financière sont applicables. 59

De plus, des directives internes doivent régler les opérations pour compte propre des collaborateurs travaillant dans l'analyse et la recherche. 60

I. Examen des crédits / attribution de rating

Les services qui examinent si les critères pour octroyer des crédits sont remplis ou qui attribuent des ratings doivent également être organisés de manière indépendante et former un périmètre de confidentialité séparé. Dans le cadre de l'examen des crédits, le service des crédits est autorisé à utiliser des informations provenant d'autres services afin de pouvoir obtenir une évaluation complète du client. 61

Des directives internes doivent régler les opérations pour compte propre des collaborateurs travaillant dans ces services 62

J. Devoirs d'enregistrement

Selon l'article 15 al. 1 LBVM, l'article 1 OBVM-FINMA et la Circ.-FINMA 08/4 « Journal des valeurs mobilières », toutes les opérations sur valeurs mobilières doivent être enregistrées. Il est, par ailleurs, obligatoire de documenter tous les faits pertinents à la surveillance du marché, conformément à la Circulaire précitée. 63

Dans l'intérêt de la surveillance des marchés, les conversations téléphoniques externes et in- 64

ternes des collaborateurs travaillant dans le négoce des valeurs mobilières doivent aussi être enregistrées. Ces enregistrements ainsi que la correspondance électronique (e-mails) des employés doivent être conservés pendant une durée minimale de six mois et accessibles, intacts et sur demande, à la FINMA pour les besoins de ses enquêtes.

K. Audit

Les devoirs d'organisation pour les négociants en valeurs mobilières soumis à surveillance peuvent faire l'objet d'un audit orienté sur les risques par des sociétés d'audit chargées de ces tâches sur la base des règles de surveillance. Si, dans le cadre de l'audit, des entorses aux règles de conduite sur le marché sont découvertes, elles doivent être communiquées à la FINMA conformément à l'art. 27 LFINMA et également mentionnées dans le rapport d'audit. 65

L. Délai transitoire

Les devoirs d'organisation doivent être mis en place d'ici au 30 avril 2009. La société d'audit prend position, dans son rapport d'audit, sur les raisons, à savoir activité commerciale, taille ou structure, pour lesquelles un négociant en valeurs mobilières renonce, le cas échéant, à la transposition de certains devoirs d'organisation. 66

La présente circulaire est modifiée comme suit :

Modification du 26 novembre 2008 entrant en vigueur immédiatement

Cm modifié

5