



finma

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA
Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA
Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA

Circulaire 2018/1

Systemes organisés de négociation

Obligations des exploitants d'un système organisé de négociation

Référence : Circ.-FINMA 18/1 « Systemes organisés de négociation »
Date : 25 janvier 2017
Entrée en vigueur : 1^{er} janvier 2018
Bases légales : LFINMA art. 7 al. 1 let. b, 29
LIMF art. 42 à 46
OIMF art. 38 à 43

| Destinataires | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------------|------------------------------|-----------------------|-----------|-----------------------------|-------------------------|----------------------------|------------------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|--------------|---------------------|-------|--------------------------|-------|----------------------|----------------------|---------------|---------------------------|-----------------------|-----|------|-----------------------------|------------------|---------------------|--|
| LB | | LSA | | LBVM | LIMF | | | | LPCC | | LBA | Autres | | | | | | | | | | | | | | | |
| Banques | Groupes et congl. financiers | Autres intermédiaires | Assureurs | Groupes. et congl. d'assur. | Intermédiaires d'assur. | Négociants en valeurs mob. | Plates-formes de négociation | Contreparties centrales | Dépositaires centraux | Référentiels centraux | Systemes de paiement | Participants | 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 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

| | | |
|---|----|-------|
| I. But | Cm | 1–2 |
| II. Champ d'application | Cm | 3–4 |
| III. Définitions | Cm | 5–25 |
| A. Système organisé de négociation | Cm | 5–15 |
| a) Réglementation uniforme | Cm | 7–8 |
| b) Conclusion de contrats conforme à la réglementation | Cm | 9–13 |
| c) Initiative des utilisateurs | Cm | 14–15 |
| B. Négociation selon des règles discrétionnaires ou non discrétionnaires | Cm | 16–19 |
| C. Négociation multilatérale / bilatérale | Cm | 20–23 |
| a) Négociation multilatérale | Cm | 20–22 |
| b) Négociation bilatérale | Cm | 23 |
| D. Instruments financiers négociés | Cm | 24–25 |
| IV. Obligations de l'exploitant d'un système organisé de négociation | Cm | 26–42 |
| A. Obligations de l'exploitant d'un système organisé de négociation multilatérale | Cm | 26–27 |
| B. Obligations de l'exploitant d'un système organisé de négociation bilatérale | Cm | 28–30 |
| C. Garantie d'une négociation ordonnée | Cm | 31–35 |
| D. Transparence de la négociation | Cm | 36–41 |
| E. Déclaration | Cm | 42 |

I. But

La présente circulaire explique l'expression « système organisé de négociation » au sens de l'art. 42 de la loi sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF ; RS 958.1) et les obligations incombant à l'exploitant d'un système organisé de négociation selon les art. 43 à 46 LIMF et 38 à 43 de l'ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF ; RS 958.11).

1

Le système organisé de négociation est défini à l'art. 42 LIMF. Sa définition légale permet de le distinguer d'un système multilatéral de négociation (art. 26 let. c LIMF) et d'une bourse (art. 26 let. b LIMF), qui constituent des plates-formes de négociation. Les systèmes organisés de négociation peuvent négocier certains instruments financiers de manière tant discrétionnaire que non discrétionnaire, alors que la négociation multilatérale de valeurs mobilières selon des règles non discrétionnaires est réservée aux systèmes multilatéraux de négociation et aux bourses. Les dispositions concernant les systèmes organisés de négociation englobent donc tous les systèmes qui se rapprochent d'une plate-forme de négociation dans leur fonctionnement, mais sur lesquels aucune valeur mobilière n'est négociée ou la conclusion de contrats s'appuie sur des règles discrétionnaires (art. 42 let. a et b LIMF). De plus, certaines organisations exerçant la négociation bilatérale de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers sont qualifiées de système organisé de négociation (art. 42 let. c LIMF). Ces derniers ne sont pas soumis à un audit spécifique, mais sont contrôlés dans le cadre de l'audit prudentiel régulier de leur exploitant.

2

II. Champ d'application

La LIMF ne considère pas les systèmes organisés de négociation comme des infrastructures autonomes des marchés financiers, mais leur exploitation est réservée aux banques, aux négociants en valeurs mobilières et aux plates-formes de négociation (art. 43 al. 1 LIMF). De plus, des personnes morales sans autorisation de la FINMA qui sont contrôlées de manière directe par une plate-forme de négociation et sont assujetties à la surveillance consolidée de la FINMA peuvent exploiter un système organisé de négociation (art. 43 al. 2 LIMF).

3

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.

4

III. Définitions

A. Système organisé de négociation

Un système organisé de négociation existe lorsque :

5

- la négociation est réalisée selon une réglementation uniforme et contraignante pour les utilisateurs ;
- la conclusion de contrats est conforme au champ d'application de la réglementation ; et
- l'initiative de la négociation émane ou peut émaner des utilisateurs.

Les systèmes de négociation qui respectent les critères susmentionnés, mais servent exclusivement à des opérations intragroupe au sens de l'art. 115 let. a et b LIMF ne sont pas soumis à la réglementation sur les systèmes organisés de négociation. 6

a) Réglementation uniforme

On entend par réglementation uniforme et contraignante pour les utilisateurs une réglementation qui comprend les mêmes règles pour tous les utilisateurs en matière d'utilisation du système, d'admission des instruments financiers à la négociation et de négociation entre les utilisateurs eux-mêmes ou entre l'exploitant et les utilisateurs. La réglementation comprend les principes régissant l'exécution des ordres des utilisateurs, les procédures de négociation et les heures de négociation. Tant l'exploitant que les utilisateurs doivent accepter de respecter la réglementation et celle-ci doit être contraignante pour les deux. La négociation doit être planifiée au préalable et réalisée dans le cadre de procédures récurrentes. Un système qui prévoit exclusivement une négociation spontanée et non planifiée à l'avance (ad hoc) selon des règles qui ne sont pas prédéfinies n'est pas assujéti à la réglementation sur les systèmes organisés de négociation. 7

Les termes utilisés par le législateur sont neutres sur le plan technologique et ne supposent aucun dispositif technique pour exploiter un système organisé de négociation. Un système de négociation peut également fonctionner sur la seule base d'une réglementation, mais l'existence d'un dispositif technique constitue un indice de l'existence d'un tel système. 8

b) Conclusion de contrats conforme à la réglementation

La conclusion de contrats doit être conforme au champ d'application de la réglementation. Il importe peu à cet égard que l'exécution du contrat relève ou non de cette réglementation. 9

Dès lors, les systèmes ne comportant aucune conclusion de contrats ne sont pas considérés comme des systèmes de négociation. Il s'agit par exemple : 10

- des *bulletin boards*, qui permettent d'annoncer des intérêts acheteurs et vendeurs ;
- d'autres organisations qui regroupent uniquement les intérêts acheteurs et vendeurs éventuels et les transmettent au système du lieu d'exécution (par ex. systèmes de routage d'ordres [*order routing*]) ;
- des services électroniques de confirmation post-négociation ;
- des systèmes de compression de portefeuilles ;

- des systèmes d'information sur les cours.

Il s'agit d'un système de négociation lorsqu'une offre est émise et que le contrat peut être conclu conformément à la réglementation en acceptant cette offre. 11

Même en cas de système de demande de cotation (*request for quote*), on peut considérer qu'un échange d'offres au sens de l'art. 42 LIMF a lieu. Un tel système peut donc être qualifié de système de négociation. 12

En cas de système organisé de négociation bilatérale selon l'art. 42 let. c LIMF, le contrat doit également être conclu à l'intérieur du cadre réglementaire. Si l'échange d'offres ne se traduit pas par la conclusion du contrat à l'intérieur du cadre réglementaire, ce dernier n'est pas un système (bilatéral) de négociation. 13

c) Initiative des utilisateurs

L'initiative de la négociation doit également pouvoir émaner des utilisateurs. Par conséquent, les systèmes de négociation internes (par ex. ceux des gestionnaires de fortune) dans lesquels les clients ne peuvent exercer aucune influence directe sur la négociation ne sont pas considérés comme des systèmes organisés de négociation. 14

Le but de la réglementation uniforme et contraignante (voir Cm 7) doit être axé sur la négociation initiée par les utilisateurs entre ces derniers ou entre l'exploitant et les utilisateurs. 15

B. Négociation selon des règles discrétionnaires ou non discrétionnaires

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 (art. 23 OIMF). Ces dernières sont regroupées exclusivement selon les règles du système de négociation ou à l'aide des protocoles ou des procédures opérationnelles internes dudit système. 16

Dans une négociation selon des règles discrétionnaires, l'exploitant d'un système organisé de négociation peut exercer son pouvoir d'appréciation à différents niveaux :

- en décidant de placer ou de retirer l'ordre d'un utilisateur sur un système organisé de négociation ; et/ou
- en décidant de ne pas apparier à un moment donné l'ordre d'un utilisateur avec les ordres disponibles dans le système, pour autant que cela soit compatible avec les instructions de l'utilisateur et avec l'obligation d'exécuter les ordres au mieux ;
- en décidant en outre, dans la négociation bilatérale, d'accepter ou de refuser un contrat.

L'exploitant doit informer les utilisateurs des principes régissant l'exercice de son pouvoir d'appréciation dans une négociation selon des règles discrétionnaires. Ce faisant, il s'appuie sur des critères objectifs qui n'entraînent aucune inégalité de traitement entre les utilisateurs et entre les différents types d'utilisateurs (voir Cm 34). 18

Les mesures visant à garantir une négociation ordonnée selon l'art. 40 en relation avec l'art. 30 al. 2 OIMF (voir Cm 31 à 35) ne sont pas considérées comme l'exercice d'un pouvoir d'appréciation au sens d'une négociation selon des règles discrétionnaires. Elles doivent être mises en œuvre tant par les plates-formes de négociation (lors d'une négociation selon des règles non discrétionnaires) que par les exploitants d'un système organisé de négociation (lors d'une négociation selon des règles discrétionnaires ou non discrétionnaires). 19

C. Négociation multilatérale / bilatérale

a) Négociation multilatérale

En cas de négociation multilatérale, les intérêts acheteurs et vendeurs de multiples utilisateurs 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 (art. 22 OIMF). Pour garantir la neutralité du système, il est interdit d'exécuter les ordres des utilisateurs en engageant les propres capitaux de l'exploitant ou d'une société du groupe. Contrairement à une négociation bilatérale, l'exploitant n'est donc pas un cocontractant dans une négociation multilatérale (voir exceptions aux Cm 21 et 22). L'élément constitutif concernant la pluralité des utilisateurs est respecté si le système dispose d'au moins trois utilisateurs actifs. 20

Une négociation des ordres des utilisateurs au sens d'un appariement avec interposition du compte propre (*matched principal trading*) constitue une exception au principe énoncé au Cm 20. Il s'agit en l'occurrence d'une opération dans le cadre de laquelle l'exploitant agit en tant qu'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur de façon à ce qu'il ne soit jamais exposé au risque de marché pendant toute la durée de l'exécution de la transaction, les deux procédures étant réalisées simultanément et la transaction étant conclue à un prix auquel l'exploitant n'enregistre ni gain ni perte, à l'exception d'une commission, d'honoraires ou d'autres dédommagements divulgués au préalable. 21

Une autre exception au principe énoncé au Cm 20 concerne les services qui sont séparés d'un système organisé de négociation grâce à des mesures organisationnelles et à des barrières à l'information (voir Cm 26 et 27) au sein de la personne morale agissant en qualité qu'exploitant. Ces services peuvent négocier en tant que *market makers* ou utilisateurs sur le système organisé de négociation de l'exploitant aux conditions suivantes : lorsqu'un service de l'exploitant négocie en qualité d'utilisateur, il faut s'assurer qu'il est soumis à la même réglementation que tous les autres utilisateurs du système organisé de négociation et qu'il existe une égalité de traitement par rapport aux autres utilisateurs. Un service de l'exploitant peut négocier en tant que *market maker* s'il est soumis, dans le cadre de la réglementation du système organisé de négociation, à des obligations appropriées pour les 22

personnes qui proposent simultanément à l'achat et à la vente des liquidités et un volume négociable. Dans les deux cas, l'exploitant doit dûment préciser qu'il négocie avec son propre portefeuille sur le système organisé de négociation. De plus, il doit publier au moins tous les mois, pour chaque catégorie de produits, le volume qui a été négocié par les utilisateurs ou pour compte propre sur le système organisé de négociation. Concernant le négoce pour compte propre, le volume quotidien maximal au cours des mois précédents doit par ailleurs être publié, là encore en distinguant chaque catégorie de produit.

b) Négociation bilatérale

Alors que plusieurs utilisateurs agissent généralement du côté tant de l'offre que de la demande dans les organisations de négociation multilatérale, l'exploitant du système de négociation est toujours la contrepartie d'une transaction lors d'une négociation bilatérale menée sur un système organisé de négociation. Il est donc toujours le cocontractant dans les systèmes de négociation bilatérale et s'expose au risque de marché lors de l'exécution de l'opération. 23

D. Instruments financiers négociés

Des valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers du marché secondaire peuvent être négociés sur un système organisé de négociation, selon sa conception. Le terme « instruments financiers » doit ici être compris au sens large, à l'exclusion des opérations au comptant sur devises et sur métaux précieux. En particulier, la qualité d'instrument financier ne dépend pas de la liquidité de ce dernier. 24

La réglementation sur les systèmes organisés de négociation ne concerne pas les transactions du marché primaire. De même, elle ne s'applique pas à la vente, par l'émetteur, d'instruments financiers conçus spécialement pour un client commanditaire et cédés à ce dernier, si le vendeur ou son système ne fixent aucun cours de rachat pendant la durée de vie du produit. 25

IV. Obligations de l'exploitant d'un système organisé de négociation

A. Obligations de l'exploitant d'un système organisé de négociation multilatérale

Quiconque exploite un système organisé de négociation multilatérale doit observer une séparation stricte entre ce système et ses autres activités grâce à des mesures préventives appropriées et efficaces. Toute interaction entre les différents systèmes organisés de négociation d'un même exploitant qui porterait sur les mêmes valeurs mobilières ou instruments financiers est exclue. S'il y a plusieurs types de système organisé de négociation au sens de l'art. 42 let. a à c LIMF, ces derniers seront exploités séparément les uns des autres. Des mesures préventives appropriées et efficaces doivent permettre de gérer distinctement les différents systèmes organisés de négociation de sorte, notamment, que le transfert d'ordres entre la fonction bilatérale et la fonction multilatérale soit impossible (les 26

exceptions énoncées au Cm 22 sont admises). Pour prévenir tout conflit d'intérêts, la négociation pour compte propre (système organisé de négociation bilatérale) et la négociation par appariement avec interposition du compte propre (système organisé de négociation multilatérale) ne doivent pas être gérées dans le même système de négociation. En cas de contrats conclus selon des règles discrétionnaires, l'exécution au mieux doit être garantie dans la mesure où l'utilisateur n'y a pas renoncé explicitement (voir art. 39 al. 3 OIMF).

Est notamment réputée mesure préventive appropriée et efficace au sens du Cm 26 l'adoption de mesures relatives à l'agencement des locaux, au personnel, aux fonctions, à l'organisation et aux technologies de l'information dans le but d'identifier, de prévenir, de régler et de surveiller les conflits d'intérêts ainsi que de créer des périmètres de confidentialité au sein desquels les informations peuvent être isolées et contrôlées. Les personnes physiques qui négocient des valeurs mobilières ou des instruments financiers ou qui prennent des décisions relatives à cette négociation ne doivent pas décider de l'exploitation courante du système organisé de négociation. 27

B. Obligations de l'exploitant d'un système organisé de négociation bilatérale

L'exploitant d'un système organisé de négociation bilatérale veille à ce que les ordres soient exécutés aux cours en vigueur au moment de leur réception ou aux cours les plus avantageux pour l'utilisateur. Sur la base des offres de cours qu'il établit, l'exploitant doit garantir le meilleur résultat possible pour l'utilisateur sur le plan financier, temporel et qualitatif. Des dérogations à une exécution au mieux sont autorisées si les clients concernés ont expressément renoncé à l'exécution au mieux pour l'opération en question ou l'utilisateur a donné une instruction explicite. 28

Si un exploitant relève du champ d'application des règles relatives aux systèmes organisés de négociation, car il a émis des instruments financiers spécialement pour un client et a établi un cours de rachat à cet effet (voir Cm 25), il doit s'assurer que le cours de rachat est adéquat par rapport aux éventuels sous-jacents du produit. En particulier, cette condition est réputée respectée si des cours d'achat et de vente sont régulièrement fixés pour une catégorie de produits présentant un écart étroit cours acheteur et cours vendeur. Il convient dans chaque cas de tenir compte des conditions du marché pour déterminer si cet écart doit être considérée comme étroit. 29

Sur demande, l'exploitant doit pouvoir prouver aux utilisateurs que leurs ordres ont été exécutés conformément à sa réglementation. 30

C. Garantie d'une négociation ordonnée

L'exploitant d'un système organisé de négociation édicte des règles sur l'organisation de la négociation et surveille le respect des dispositions légales et réglementaires ainsi que le déroulement de la négociation (art. 39 al. 1 OIMF). Pour garantir une exploitation conforme aux dispositions, il doit instaurer une fonction de contrôle efficace et indépendante de la 31

négociation et l'intégrer dans le système de contrôle interne. Cette fonction enregistrera et évaluera de manière systématique et exhaustive les données relatives à la négociation. Elle peut être confiée à des personnes assumant également d'autres fonctions de *compliance*. La personne chargée de la fonction de contrôle veille à ce que les comportements abusifs sur le marché soient déclarés à la FINMA.

L'exploitant tient des enregistrements chronologiques de tous les ordres et de toutes les opérations qui sont exécutés dans le cadre du système organisé de négociation (art. 39 al. 2 OIMF). Cette obligation d'enregistrement vise à documenter les transactions afin de pouvoir s'assurer, dans le cadre de la surveillance, de l'exécution conforme des opérations sur valeurs mobilières ou sur d'autres instruments financiers. L'ensemble des ordres et des opérations doit pouvoir être reconstitué à tout moment, de manière chronologique, avec la granularité requise, y compris pour la négociation automatisée. De plus, l'exploitant doit veiller, grâce à des mesures systémiques, à ce que toute modification ultérieure des enregistrements et l'état antérieur à celle-ci fassent l'objet d'une traçabilité. Les enregistrements seront protégés contre toute modification qui n'est pas objectivement nécessaire. Si l'exploitant respecte déjà cette obligation d'enregistrement dans le cadre d'une autre obligation légale, les enregistrements ne doivent pas être dupliqués. 32

L'exploitant d'un système organisé de négociation s'assure que celui-ci garantit une négociation ordonnée même en cas d'activité intense (art. 45 al. 1 LIMF en relation avec l'art. 40 OIMF). Cela englobe tant la mise à disposition de capacités techniques et personnelles suffisantes pour prévenir les défaillances et les dysfonctionnements du système que des concepts portant sur les capacités de substitution ou les dispositifs permettant de résoudre rapidement les perturbations techniques. 33

L'exploitant d'un système organisé de négociation instaure des règles et des procédures transparentes en vue d'une négociation équitable, efficace et ordonnée et fixe des critères objectifs pour une exécution efficace des ordres. Il fournit ces informations aux utilisateurs. Les critères ne doivent pas entraîner une inégalité de traitement objectivement injustifiée entre les utilisateurs ni entre les différents types d'utilisateurs. 34

Des dispositions correspondantes sur la mise en place et l'application des mesures préventives énoncées aux Cm 22 et 26 à 34 doivent figurer dans les instructions internes. Leur respect sera surveillé par un service approprié qui exercera cette responsabilité (voir Cm 31). 35

D. Transparence de la négociation

Les dispositions sur la transparence pré-négociation se réfèrent aux instruments financiers énoncés à l'art. 27 al. 1 OIMF. 36

Les systèmes organisés de négociation bilatérale peuvent satisfaire aux exigences de la transparence pré-négociation en publiant des offres fermes. S'il n'existe aucun marché liquide pour un instrument financier précis, des offres de cours sur demande suffisent. 37

| | |
|---|----|
| 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 plateforme de négociation de sa première admission au cours de l'année écoulée (de janvier à décembre). | 38 |
| Le marché des instruments financiers qui ne sont admis à la négociation sur aucune plateforme de négociation n'est pas considéré comme liquide au sens de l'art. 42 OIMF. | 39 |
| Si l'exploitant d'un système organisé de négociation renonce à publier des offres contraignantes pour des instruments financiers admis sur une plateforme de négociation, car il n'existe aucun marché liquide, il doit documenter ses investigations concernant la liquidité du marché de façon à ce qu'un tiers expert en la matière puisse se faire une idée objective sur la liquidité du marché. | 40 |
| Aucune exception aux dispositions sur la transparence ne saurait être prévue pour les systèmes organisés de négociation qui permettent de procéder à une négociation par appariement avec interposition du compte propre (Cm 21). | 41 |
| E. 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). | 42 |