



30 septembre 2022

---

# **Évaluation de la loi sur l'infrastructure des marchés financiers – Examen de la LIMF**

## **Rapport du DFF**

---

## Résumé

**La loi sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF) a été adoptée notamment en réponse à la crise des marchés financiers de 2008.** Cette loi règle l'organisation et l'exploitation des infrastructures des marchés financiers (IMF) ainsi que les obligations de comportement des acteurs des marchés financiers lors du négoce de valeurs mobilières et de produits dérivés. Entrée en vigueur en 2016, la LIMF a pour but d'assurer le bon fonctionnement et la transparence des marchés des valeurs mobilières et des dérivés, la stabilité du système financier, la protection des participants aux marchés financiers et l'égalité de traitement des investisseurs.

**Le présent rapport répond à un mandat du Conseil fédéral.** Lors de l'adoption du message relatif à la LIMF, le Conseil fédéral avait chargé le Département fédéral des finances (DFF) de préparer un rapport sur les conséquences de la nouvelle architecture de réglementation financière (à savoir la LIMF, la Loi sur les services financiers (LSFin) et la Loi sur les établissements financiers (LEFin)) cinq ans après son entrée en vigueur. Ce rapport est une première réponse à ce mandat.

**Le rapport s'appuie sur les expériences faites depuis l'entrée en vigueur de la loi ainsi que sur les développements externes.** Depuis l'entrée en vigueur de la LIMF, on peut noter des développements importants aux niveaux national et international. Parmi ceux qui sont pertinents pour les dispositions évaluées se trouvent notamment l'essor de la Blockchain, la progression des standards internationaux, ainsi que d'importants développements au sein de l'UE. L'expérience tirée de la pratique depuis l'entrée en vigueur de la LIMF a également joué un rôle central dans le rapport d'évaluation et l'identification du besoin d'action.

**La présente évaluation montre que la LIMF a dans l'ensemble bien fait ses preuves, malgré certaines adaptations nécessaires.** Il existe en effet un besoin d'action dans les trois parties principales de la LIMF. Celle-ci bénéficier de simplifications, ajouts et consolidations, voire même d'une modernisation pour les parties reprises de la Loi sur les bourses.

**Pour l'infrastructure des marchés financiers,** il s'agit notamment de

- consolider la stabilité de ces infrastructures en introduisant de nouvelles exigences spécifiques, p. ex. des exigences *gone concern* et un plan de liquidation *light* à titre préventif ;
- procéder à des simplifications pertinentes afin de diminuer les coûts, p. ex. une simplification de l'obligation de reconnaissance des plates-formes de négociation étrangères ;
- renforcer la sécurité juridique, p. ex. avec une délimitation des systèmes organisés de négociation et un seuil pour l'autorisation de système de paiement ;
- continuer à améliorer la bonne réputation de la réglementation suisse à l'étranger, p. ex. pour les IMF suisses présentant une importance systémique à l'étranger, ou encore le suivi actif des travaux au niveau multilatéral relatifs aux *stablecoins*.

**Dans le domaine du négoce de produits dérivés,** les objectifs sont de

- renforcer l'utilité de l'obligation de déclarer les opérations sur dérivés afin d'augmenter la transparence du marché, notamment en harmonisant la norme de déclaration et en prenant compte des développements au niveau international ;
- procéder à un allègement réglementaire pour les petites contreparties non-financières, notamment en les libérant de l'obligation de déclarer leurs opérations sur dérivés ;

- prendre davantage en compte les développements au niveau européen pour harmoniser les règles relatives au respect des obligations sous une juridiction étrangère pour les opérations transfrontalières.

**Enfin, pour le droit relatif à la publicité, aux offres publiques d'acquisition et aux abus de marché, il faudrait**

- réduire les coûts en simplifiant le droit de la publicité des participations ;
- renforcer et réglementer les obligations des émetteurs (publication ad hoc, publication des transactions du management et tenue de listes d'initiés), pour mieux éviter les délits d'initiés et les manipulations de marché et de renforcer la place financière ;
- moderniser le système de surveillance du négoce et le système d'annonce (en particulier en consolidant les services existants en un service central de surveillance et d'annonce) afin de mieux détecter les abus de marché et de renforcer la place financière.

**La mise en œuvre de ces recommandations nécessite l'élaboration d'un projet de loi visant à adapter la LIMF.** Sur la base de ce rapport, le DFF soumettra au Conseil fédéral ses conclusions et recommandations.

## Table des matières

<b>Résumé .....</b>	<b>2</b>
<b>1. Contexte .....</b>	<b>6</b>
<b>1.1. Contextualisation .....</b>	<b>6</b>
<b>1.2. Principaux développements.....</b>	<b>6</b>
1.2.1. Développements au niveau national.....	6
1.2.2. Développement de normes internationales .....	7
1.2.3. Développements réglementaires au sein de l'UE .....	8
<b>2. Infrastructures des marchés financiers.....</b>	<b>9</b>
<b>2.1. Importance systémique .....</b>	<b>9</b>
2.1.1. Précision de l'importance systémique .....	9
2.1.2. Infrastructures des marchés financiers suisses présentant une importance systémique à l'étranger .....	9
2.1.3. Fonds propres des IMF d'importance systémique, y compris les fonds <i>gone concern</i> destinés à absorber les pertes .....	10
<b>2.2. Plates-formes de négociation et systèmes organisés de négociation.....</b>	<b>11</b>
2.2.1. Reconnaissance de plates-formes de négociation étrangères.....	11
2.2.2. Systèmes organisés de négociation .....	12
2.2.3. Négociation échappant aux obligations de transparence pré-négociation ( <i>dark trading</i> ).....	12
2.2.4. Distinction entre un dépositaire central et un dépositaire.....	13
<b>2.3. Trafic des paiements et systèmes de paiement.....</b>	<b>13</b>
2.3.1. Seuils relatifs aux systèmes de paiement.....	13
2.3.2. Transposition dans la loi des obligations applicables aux systèmes de paiement...	14
2.3.3. <i>Stablecoins</i> .....	14
<b>2.4. Établissement d'un plan de liquidation à titre préventif.....</b>	<b>15</b>
<b>2.5. Situations de crise: stabilisation et liquidation.....</b>	<b>15</b>
2.5.1. Plan de stabilisation et plan de liquidation .....	15
2.5.2. Insolvabilité .....	16
<b>2.6. Autres besoins d'action.....</b>	<b>17</b>
<b>3. Négociation de dérivés et limites de positions pour les dérivés sur matières premières.....</b>	<b>18</b>
<b>3.1. Améliorations concernant l'obligation de déclarer les opérations sur dérivés</b>	<b>18</b>
3.1.1. Obligation de déclaration à un référentiel central.....	18

3.1.2.	Harmonisation du standard de déclaration .....	18
3.1.3.	Accès aux référentiels centraux .....	19
<b>3.2.</b>	<b>Allégements des obligations pour les petites contreparties non-financières .</b>	<b>20</b>
3.2.1.	Obligation de déclarer .....	20
3.2.2.	Surveillance des seuils.....	21
<b>3.3.</b>	<b>Opérations transfrontalières et classification de la contrepartie .....</b>	<b>21</b>
<b>3.4.</b>	<b>Autres actions requises.....</b>	<b>21</b>
<b>4.</b>	<b>Droit sur la publicité des participations, droit des offres publiques d'acquisition et dispositions sur l'abus de marché.....</b>	<b>22</b>
<b>4.1.</b>	<b>Droit sur la publicité des participations .....</b>	<b>22</b>
4.1.1.	Diminution de la complexité et suppression des sanctions pour les infractions mineures .....	22
4.1.2.	Architecture prudentielle plus efficace .....	23
4.1.3.	Autres actions requises .....	24
<b>4.2.</b>	<b>Droit des offres publiques d'acquisition .....</b>	<b>25</b>
4.2.1.	Modification mineure de la garantie de déficit.....	25
4.2.2.	Autres actions requises .....	25
<b>4.3.</b>	<b>Abus de marché .....</b>	<b>26</b>
4.3.1.	uniformisation, extension et ancrage dans la loi des obligations des émetteurs qui sont essentielles à l'intégrité du marché .....	26
4.3.2.	Développement et centralisation des organes des déclarations et des organes de surveillance de la négociation .....	27
4.3.3.	Autres modifications et examens proposés .....	29
<b>5.</b>	<b>Autres enseignements .....</b>	<b>29</b>
<b>5.1.</b>	<b>Compétences législatives de la FINMA .....</b>	<b>29</b>
<b>5.2.</b>	<b>Divers .....</b>	<b>30</b>
<b>6.</b>	<b>Conclusion et prochaines étapes.....</b>	<b>30</b>
<b>7.</b>	<b>Annexes.....</b>	<b>32</b>
<b>7.1.</b>	<b>Aperçu des besoins d'action identifiés .....</b>	<b>32</b>
<b>7.2.</b>	<b>Liste des abréviations.....</b>	<b>40</b>

# 1. Contexte

## 1.1. Contextualisation

La loi sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF; RS 958), l'ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF; RS 958.11) et l'ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF-FINMA; RS 958.111) sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2016. La LIMF régit l'organisation et l'exploitation des infrastructures des marchés financiers (IMF) ainsi que les obligations de comportement des acteurs des marchés financiers lors du négoce de valeurs mobilières et de produits dérivés. La LIMF a pour but d'assurer le bon fonctionnement et la transparence des marchés des valeurs mobilières et des dérivés, la stabilité du système financier, la protection des participants aux marchés financiers et l'égalité de traitement des investisseurs.

Lorsqu'il a adopté le message relatif à la LIMF le 3 septembre 2014, le Conseil fédéral a demandé au Département fédéral des finances (DFF) de lui rendre compte des effets de la nouvelle législation sur les marchés financiers, qui comprend la LIMF, la loi fédérale sur les services financiers (LSFin; RS 950.1) et la loi fédérale sur les établissements financiers (LEFin; RS 954.1), cinq ans après son entrée en vigueur.

L'examen de la LIMF a été réalisé par le Secrétariat d'État aux questions financières internationales (SFI) en collaboration avec les autres autorités concernées (Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers [FINMA], Banque nationale suisse [BNS], Commission des offres publiques d'acquisition et autorités pénales). Pour la rédaction du présent rapport, le SFI a aussi impliqué des représentants du secteur privé dans les discussions et, pour la partie concernant le négoce de dérivés, mandaté une étude externe. Le présent exprime le point de vue du DFF. La mise en œuvre des recommandations dans un projet de loi fera l'objet d'une consultation publique, lors de laquelle les milieux intéressés pourront prendre position.

Le présent rapport du DFF présente le résultat de l'analyse et propose des recommandations d'action. Il traite les principaux besoins d'action identifiés concernant les IMF (ch. 2), les règles de comportement pour les opérations sur dérivés (ch. 3), le reste des règles de comportement (ch. 4) et des domaines plus généraux (ch. 5). Une appréciation générale et les prochaines étapes concluent le rapport (ch. 6). Un tableau récapitulatif de tous les champs d'action identifiés se trouve en annexe.

## 1.2. Principaux développements

Depuis l'adoption du message en 2014 et l'entrée en vigueur de la LIMF le 1<sup>er</sup> janvier 2016, on peut noter un certain nombre de développements qui sont pertinents pour l'évaluation des dispositions. Parmi ceux-ci figurent notamment des développements technologiques (comme la blockchain) et la digitalisation des modèles d'affaire (p. ex. cloud, API, outsourcing), mais aussi des développements politiques (p. ex. le Brexit) et réglementaires (notamment dans la législation européenne et dans les standards internationaux).

### 1.2.1. Développements au niveau national

La numérisation s'est développée rapidement depuis l'introduction de la LIMF, notamment avec l'essor de la blockchain et son application dans les marchés financiers. Au niveau national, la loi sur la technologie des registres électroniques distribués (TRD), adoptée par le Parlement le 25 septembre 2020 et mise en vigueur par le Conseil fédéral en deux étapes jusqu'au 1<sup>er</sup> août 2021, a nécessité la modification de plusieurs lois fédérales de manière à ce que la

Suisse puisse continuer à se développer en tant que place de renommée internationale, innovante et responsable dans le domaine de la technologie blockchain et des TRD. Elle a introduit dans la LIMF la notion de valeurs mobilières fondées sur la TRD, ainsi qu'une nouvelle catégorie d'autorisation pour les systèmes de négociation fondés sur la TRD. Les dispositions relatives aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché et de cours s'appliquent désormais également aux valeurs mobilières (y c. les valeurs mobilières fondées sur la TRD) admises à la négociation auprès d'un système de négociation fondé sur la TRD.

L'apparition des *stablecoins* constitue aussi un développement important, qui a valu à la FINMA de nombreuses questions. Par exemple, en 2019, une association a annoncé vouloir lancer un *stablecoin* de portée globale à partir de la Suisse. En 2021, la demande de licence qui avait été déposée auprès de la FINMA a été suspendue en raison d'une réorientation du projet. À travers ce projet, la Suisse s'est rapidement positionnée au niveau international, reconnaissant les chances qu'offrent des projets visant à créer un système de paiement international plus efficace, tout en prenant au sérieux les risques qui y sont liés.

Un autre développement technologique pertinent concerne les habitudes des consommateurs à l'égard des moyens de paiement. À l'automne 2020, la BNS a renouvelé son enquête sur les moyens de paiement. Celle-ci a révélé de profonds changements dans l'utilisation des moyens de paiement par rapport à la première étude de 2017, dont une progression notable des moyens de paiement sans espèces au détriment de l'argent liquide.

Au niveau politique, il convient de mentionner la mesure visant à protéger l'infrastructure boursière suisse, que le Conseil fédéral a mise en vigueur en novembre 2018 suite à la non-prolongation de l'équivalence boursière de la Suisse par la Commission européenne. En juin 2022, le Conseil fédéral a adopté le message relatif au transfert de la mesure dans le droit ordinaire, à savoir dans la LIMF.

Par ailleurs, le Conseil fédéral a décidé le 14 septembre 2018 de prolonger le délai transitoire pour la déclaration des opérations sur dérivés pour les petites contreparties non financières au 1<sup>er</sup> janvier 2024. Cette décision a été prise dans l'attente de la présente évaluation, qui pourrait conduire à une révision de la LIMF. Afin notamment de réduire la charge administrative qui découle de cette obligation, il convenait de reporter l'obligation de déclarer pour les petites contreparties non financières jusqu'à la fin de l'évaluation.

Enfin, le Parlement a adopté en décembre 2021 une révision partielle de la loi sur les banques (LB), qui prévoit notamment des modifications du droit de l'insolvabilité bancaire. La plupart des nouvelles dispositions (notamment sur le plan d'assainissement, son approbation et les mesures de capital) étaient déjà prévues pour la plupart dans l'ordonnance de la FINMA sur l'insolvabilité bancaire, mais devaient être inscrites dans la loi pour des raisons de sécurité juridique. Il convient également de noter l'entrée en vigueur en 2019 des dispositions introduisant dans la LB une nouvelle catégorie d'autorisation (personne au sens de l'art. 1b) afin de promouvoir l'innovation. Cette nouvelle catégorie s'est révélée utile pour les institutions actives dans le domaine du trafic des paiements.

## 1.2.2. Développement de normes internationales

Au niveau mondial, les recommandations et les directives des organismes de normalisation ont aussi évolué depuis 2014. En particulier, les normes internationales servant à harmoniser les déclarations faites aux référentiels centraux (TRs) ont progressé. En septembre 2014, le Conseil de stabilité financière (CSF) avait en effet souligné l'importance de l'introduction d'un identifiant d'entité juridique (*legal entity identifier*, LEI) à l'échelle globale, ainsi que la création d'un identifiant unique de transaction (UTI) et d'un identifiant unique de produit (UPI). Depuis, le Comité sur les systèmes de paiement et les infrastructures de marché (CPMI) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) ont produit des directives techniques sur la définition, le format et l'utilisation des principaux éléments de données sur les produits dérivés de gré à gré à déclarer aux TRs, couvrant ainsi l'UTI, l'UPI et une centaine

d'éléments de données critiques (*critical data elements*, CDE), qui ont été intégrées dans la norme internationale ISO 20022. En octobre 2020, le comité de surveillance de la réglementation (*regulatory oversight committee*, ROC)<sup>1</sup> est devenu l'organe de gouvernance internationale pour la LEI, l'UTI, l'UPI et les CDE.

On peut également relever des progrès dans le domaine de la résilience des IMF et de leur solvabilité. Sur la base des principes pour les infrastructures des marchés financiers (*principles for financial market infrastructures*), qui constituent la norme internationale la plus complète en matière de réglementation des IMF, le CPMI et l'IOSCO ont élaboré la norme spécifique *Recovery of financial market infrastructures*, qui a été publiée en 2014 et révisée en 2017. Celle-ci mérite ici un examen approfondi dans les domaines du redressement. Les *key attributes of effective resolution regimes for financial institutions* du Conseil de stabilité financière (CSF) comprennent douze éléments clés pour une résolution réussie des établissements financiers. Ceux-ci ont été complétés en octobre 2014 par plusieurs annexes. Le CSF a développé un guide qui complète les *key attributes* et vise à simplifier leur mise en œuvre spécifiquement pour les contreparties centrales (CC).

Il convient également de noter les travaux du CSF sur la réglementation, la supervision et la surveillance des *stablecoins* d'importance globale (*Global Stablecoins*, GSC), dans lesquels la Suisse s'est activement engagée dès le début. Ces travaux toujours en cours ont notamment débouché sur dix recommandations du CSF en 2020.

### 1.2.3. Développements réglementaires au sein de l'UE

Au niveau de l'Union européenne (UE), l'un des principaux développements concerne le règlement (*markets in financial instruments regulation*, MiFIR) et la directive MiFID II<sup>2</sup>. Les États membres devaient mettre en œuvre la directive MiFID II d'ici au 3 janvier 2018. Le règlement *investment firm review* (IFR) a complété la directive MiFID II et le règlement MiFIR. Se fondant sur les enseignements livrés par la pandémie de coronavirus, l'UE est en train d'appliquer un train de mesures visant à lutter contre les crises et à favoriser la reprise économique. En novembre 2021, la Commission européenne a adopté une proposition dans le cadre de l'examen de la directive MiFID II et du règlement MiFIR. Une décision finale de l'UE est encore attendue en 2022.

Par ailleurs, le règlement relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales (CCPRR) est entré en vigueur en février 2021 et s'applique depuis le 22 août 2022. S'inspirant des structures de redressement et de résolution des défaillances bancaires (BBRD) déjà existantes, le CCPRR établit des règles et des procédures pour l'assainissement et la liquidation des CC (selon EMIR<sup>3</sup>). Il contient également des dispositions spécifiques sur les relations avec les pays tiers.

En ce qui concerne les opérations sur dérivés, on peut relever des amendements à EMIR entrés en vigueur en juin 2019 (EMIR Refit). Les principaux changements concernent notamment la définition des contreparties financières, le champ d'application et la méthode de calcul de l'obligation de compenser et le fait que les transactions intragroupes ne doivent plus être déclarées.

Enfin, le règlement et la directive relatifs aux abus de marché (*Market Abuse Regulation*, MAR, et *Market Abuse Directive*, MAD) sont entrés en vigueur en 2014 dans l'UE. Depuis, celle-ci a

---

<sup>1</sup> The Regulatory Oversight Committee - ROC ([leiroc.org](http://leiroc.org))

<sup>2</sup> 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 du 12.6.2014, p. 349.

<sup>3</sup> Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, JO L 201 du 27.7.2012, p. 1.

déjà entrepris des démarches pour réviser le règlement relatif aux abus de marché (« MAR-Review »).

## 2. Infrastructures des marchés financiers

Avec l'introduction de la LIMF, la réglementation des bourses qui figurait dans la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (LBVM) a été transférée dans la nouvelle loi, et la notion d'organisation analogue aux bourses, vague et dépassée sur le plan international, a été remplacée par celles, plus précises et mieux délimitées, de système multilatéral de négociation et de système organisé de négociation. En instaurant des prescriptions sur la transparence applicables à ces deux types de systèmes, on a cherché à traiter la problématique des *dark pools* et posé les bases nécessaires à la réglementation, voire à la limitation, de la négociation à haute fréquence. De plus, en ce qui concerne les infrastructures de post-négociation, un régime d'autorisation a été mis en place pour les contreparties centrales, les dépositaires centraux, les TRs et les systèmes de paiement.

L'examen de la LIMF a révélé que les dispositions relatives aux infrastructures des marchés financiers ont démontré leur efficacité. Toutefois, des adaptations et des précisions des dispositions semblent indiquées dans divers points, comme expliqué ci-après.

### 2.1. Importance systémique

#### 2.1.1. Précision de l'importance systémique

Les IMF d'importance systémique doivent satisfaire à des exigences spéciales (art. 23, al. 1, LIMF). Les conditions pour la qualification d'une IMF en tant qu'infrastructure d'importance systémique figurent à l'art. 22 LIMF. Il s'agit en particulier des répercussions qu'elles peuvent avoir sur les marchés financiers et leurs participants en raison de leur non-disponibilité et des difficultés de paiement ou de livraison chez certains de leurs participants. La BNS désigne les IMF qui ont une importance systémique après avoir consulté la FINMA (art. 25, al. 2, LIMF).

Depuis l'entrée en vigueur de la LIMF, plusieurs développements justifient la modification des conditions pour la qualification d'une IMF en tant qu'infrastructure d'importance systémique. Il s'agirait notamment de mieux tenir compte de risques liés par exemple à une cyberattaque et de prendre en considération l'importance croissante des infrastructures de paiement de masse qui découle de la numérisation, avec des conséquences potentiellement plus sérieuses pour l'économie réelle à l'avenir.

**Besoin d'action:** les conditions pour considérer une IMF comme une infrastructure d'importance systémique devraient être remaniées de façon à ce qu'elles tiennent mieux compte des développements au niveau des causes des risques et des effets potentiels sur l'économie réelle.

#### 2.1.2. Infrastructures des marchés financiers suisses présentant une importance systémique à l'étranger

Seules les IMF suisses d'importance systémique en Suisse peuvent être désignées par la BNS comme étant des infrastructures d'importance systémique. Les infrastructures suisses qui

n'ont une importance systémique qu'à l'étranger ne peuvent donc pas être déclarées d'importance systémique par la BNS et ne sont dès lors pas soumises aux exigences spéciales correspondantes de l'art. 23, al. 1, LIMF.

À l'heure actuelle, aucune IMF suisse n'a uniquement une importance systémique à l'étranger. Les développements technologiques pourraient toutefois favoriser la création de nouvelles IMF, notamment dans le domaine du trafic des paiements. Il pourrait néanmoins être judicieux d'étendre à un tel cas de figure l'application des exigences en vigueur pour les IMF d'importance systémique, notamment pour consolider la bonne réputation de la réglementation suisse au niveau international. Cela pourrait par exemple être pertinent pour une FMI suisse qui émet des stablecoins d'importance internationale.

**Besoin d'action:** lorsqu'une autorité étrangère déclare qu'une IMF suisse a une importance systémique dans sa juridiction sans que cela soit le cas en Suisse, la FINMA devrait pouvoir, si cela est approprié, soumettre cette infrastructure aux exigences particulières applicables aux IMF d'importance systémique en Suisse. La FINMA serait libre de prendre contact avec ses pairs lors d'une demande d'autorisation afin de clarifier l'importance systémique.

### 2.1.3. Fonds propres des IMF d'importance systémique, y compris les fonds *gone concern* destinés à absorber les pertes

Selon le droit en vigueur, il incombe aux IMF d'importance systémique de détenir des fonds propres notamment pour couvrir les coûts d'une cessation volontaire de l'activité ou d'une restructuration (*orderly wind-down*). Ces fonds doivent permettre la mise en œuvre du plan de liquidation, mais dans tous les cas, la couverture des dépenses d'exploitation courantes pendant six mois (art. 48, al. 3, 56, al. 2, et 69 OIMF et art. 31, al. 2, de l'ordonnance de la Banque nationale [OBN; RS 951.131]). De plus, ces IMF doivent disposer d'un plan précisant comment elles entendent se procurer des fonds propres supplémentaires au cas où leurs fonds propres ne répondraient plus aux exigences (art. 48, al. 5, et 56, al. 2, OIMF et art. 31, al. 4, OBN). Contrairement au droit bancaire, la législation des infrastructures des marchés financiers n'oblige pas ces IMF à détenir des fonds propres pour leur liquidation, c'est-à-dire lorsque la poursuite de l'activité de l'entreprise n'est plus envisageable (*gone concern*).

Deux précisions doivent être apportées aux règles en vigueur:

- L'obtention des fonds propres supplémentaires devrait être présentée dans le cadre du plan de stabilisation afin qu'elle puisse être exposée et vérifiée de manière uniforme, ce qui, au demeurant, est déjà le cas dans la pratique prudentielle.
- Les fonds propres destinés à couvrir la cessation volontaire de l'activité devraient prendre en considération non seulement les processus opérationnels d'importance systémique, mais également les autres processus si ceux-ci ne peuvent pas faire l'objet d'une scission ou d'un abandon anticipés. On s'assure ainsi que les fonds propres nécessaires à la couverture des autres processus ne compromettent pas la liquidation ordonnée des processus opérationnels d'importance systémique.

En outre, afin de permettre une liquidation ordonnée des IMF d'importance systémique, il paraît opportun de mettre en place un financement anticipé des fonds destinés à absorber les pertes (capital dit *gone concern*), comme c'est le cas dans le droit bancaire. Les autorités de

surveillance peaufinent encore certains points de la stratégie de liquidation des IMF d'importance systémique<sup>4</sup>. De même, un groupe de travail technique prépare actuellement une norme internationale sur les exigences relatives aux instruments de règlement des contreparties centrales, y compris de fonds propres<sup>5</sup>. Il faudra ensuite transposer ces exigences dans la législation, conformément au principe de proportionnalité, c'est-à-dire en tenant compte de manière appropriée à la fois des divers risques encourus par chaque catégorie d'IMF d'importance systémique (contreparties centrales, dépositaires centraux, systèmes de paiement) et des risques propres à une IMF (p. ex. compensation éventuelle de dérivés par une contrepartie centrale).

**Besoin d'action:** en plus de précisions mineures des règles en vigueur, des fonds *gone concern* destinés à absorber les pertes devraient être mis en place pour les IMF d'importance systémique. À cet effet, il faudra tenir compte du principe de proportionnalité et des risques spécifiques aux IMF concernées.

## 2.2. Plates-formes de négociation et systèmes organisés de négociation

### 2.2.1. Reconnaissance de plates-formes de négociation étrangères

Conformément à l'art. 41 LIMF, les plates-formes de négociation ayant leur siège à l'étranger doivent obtenir la reconnaissance de la FINMA avant d'accorder l'accès à leurs installations aux participants suisses assujettis à la surveillance de la FINMA. Cette disposition vise notamment à s'assurer que les institutions financières suisses ne participent pas à une plate-forme de négociation soumise à une réglementation et à une surveillance jugées inappropriées (art. 41, al. 2, let. a, LIMF). Elle vise aussi à garantir que la FINMA soit informée si des irrégularités sont constatées chez des participants suisses et qu'une assistance administrative soit fournie à la FINMA par les autorités de surveillance étrangères compétentes (art. 41, al. 2, let. a, LIMF).

L'expérience montre que les bénéfices de cette obligation de reconnaissance ont été limités. En outre, l'assistance administrative est de toute façon assurée dans les juridictions membres de l'IOSCO par l'intermédiaire du protocole d'accord multilatéral concernant l'échange d'informations (*multilateral memorandum of understanding*) de l'IOSCO

**Besoin d'action:** il faudrait simplifier l'obligation de reconnaissance afin de réduire les coûts associés à cette obligation tout en maintenant la plus grande partie des bénéfices. Concrètement, les conditions de reconnaissance devraient être réduites au caractère approprié de la réglementation et de la surveillance dans la juridiction concernée. Un retrait automatique de la reconnaissance dans certains cas (p. ex. plus aucun participant suisse sur la plate-forme en question) dans l'optique de réduire les coûts de tous les acteurs impliqués pourrait également être pertinent.

<sup>4</sup> L'état actuel des travaux peut être consulté à l'adresse: <https://finma.ch/fr/mise-en-oeuvre/recovery-et-resolution/rapport-sur-la-resolution/archive/rapport-sur-la-resolution-2021/>.

<sup>5</sup> Ce groupe de travail a présenté des résultats préliminaires (en anglais) en mars 2022: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P090322.pdf>.

## 2.2.2. Systèmes organisés de négociation

### 2.2.2.1 Délimitation des systèmes organisés de négociation

Les systèmes organisés de négociation (art. 42 à 47 LIMF) englobent les systèmes de négociation qui n'ont pas la qualité de plate-forme de négociation ou de système multilatéral de négociation. Des obligations spécifiques s'y appliquent. Elles servent en particulier à la protection des investisseurs.

L'expérience montre que les critères de qualification en tant que système organisé de négociation ne sont pas toujours clairs pour les acteurs des marchés financiers. Ce manque de clarté touche notamment la qualification des plates-formes de contrats pour différence (CFD) et du marché des changes (FX) en tant que systèmes organisés de négociation.

**Besoin d'action:** il faudrait modifier l'OIMF afin de renforcer la sécurité juridique en explicitant les conditions de qualification en tant que système organisé de négociation, notamment celles qui concernent les plates-formes CFD et FX.

### 2.2.2.2 Liste des systèmes organisés de négociation

Étant donné qu'il n'y a pas d'obligation d'autorisation distincte pour les systèmes organisés de négociation (voir plus haut), il n'existe pas non plus à ce jour de liste de ces systèmes. Cela conduit à un certain manque de transparence du marché, avec des informations manquantes entre autres sur les exploitants et leur domaine d'activité.

**Besoin d'action:** il faudrait renforcer la transparence en établissant une liste des systèmes organisés de négociation au niveau de la FINMA, tout en conservant l'absence d'autorisation distincte.

## 2.2.3. Négociation échappant aux obligations de transparence pré-négociation (*dark trading*)

Les plates-formes de négociation sont tenues de publier les prix acheteurs et vendeurs des actions et autres valeurs mobilières en temps réels et l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix (art. 29 LIMF). Le but de cette disposition est de renforcer la transparence pré-négociation. Le Conseil fédéral a formulé des exceptions à cette obligation de transparence (art. 27, al. 4, OIMF sur la base de l'art. 29, al. 3, let. b, LIMF). Ces exceptions visent notamment à éviter des fluctuations de cours. La négociation ayant lieu sur la base de ces exceptions aux obligations de transparence est couramment appelée *dark trading*.

Pour s'assurer que la formation des prix demeure saine à l'avenir, il convient d'une part de s'assurer que le volume du *dark trading* reste raisonnable en Suisse par rapport au volume de négociation total dans le contexte des exceptions à l'obligation de pré-transparence. D'autre part, il s'agit aussi de limiter les flux du *dark trading* suisse vers des plates-formes proposant le *dark trading* à l'étranger en offrant des conditions appropriées en Suisse. Au Royaume-Uni, le cadre réglementaire du *dark trading* est dynamique, notamment suite au Brexit. À la différence de la Suisse, l'UE soumet les ETF et ETP à des exigences de transparence.

**Besoin d'action:** à l'heure actuelle, il n'est pas nécessaire de modifier le cadre réglementaire relatif au *dark trading* sur le fond. Il conviendra néanmoins de suivre les développements internationaux, en particulier au Royaume-Uni et dans l'UE. Le thème de l'obligation de transparence pour les ETF et les ETP devra être analysé de plus près dans ce contexte international.

## 2.2.4. Distinction entre un dépositaire central et un dépositaire

Un dépositaire central est l'exploitant d'un organe dépositaire central (conservation centralisée d'instruments financiers reposant sur des règles et des procédures communes) ou d'un système de règlement des opérations sur valeurs mobilières (compensation et règlement des opérations sur des instruments financiers fondés sur des règles et des procédures communes; art. 61 LIMF). Ces deux fonctions sont en général liées et peuvent être exercées par le même dépositaire central. Les dépositaires centraux jouent un rôle clé puisque de nos jours les investisseurs ne conservent généralement pas les papiers valeurs eux-mêmes.

L'expérience montre qu'il est parfois difficile de faire une distinction claire entre les dépositaires centraux et les dépositaires au sens de la loi fédérale sur les titres intermédiés (LTI; RS 957.1). Ces derniers, qui peuvent notamment être des banques ou des maisons de titres, tiennent des comptes de titres au nom de personnes ou de communautés (art. 4, al. 1 et 2, LTI). Ce faisant, il convient de tenir compte des objectifs de protection de la LIMF. En particulier, les dépositaires dont la défaillance ou l'indisponibilité pourrait menacer la stabilité du système financier doivent rester dans le périmètre de surveillance de la BNS.

**Besoin d'action:** il faudrait modifier le cadre réglementaire afin de clarifier dans quelles situations un dépositaire devrait obtenir une autorisation en tant que dépositaire central au sens de la LIMF. Il conviendrait entre autres d'évaluer les cas d'un dépositaire exerçant des prestations de compensation et de règlement des opérations pour une plate-forme de négociation ou pour un système de négociation fondé sur la TRD.

## 2.3. Trafic des paiements et systèmes de paiement

### 2.3.1. Seuils relatifs aux systèmes de paiement

L'exploitant d'un système de paiement ne doit obtenir une autorisation que lorsque le fonctionnement des marchés financiers ou la protection des participants aux marchés financiers l'exigent (art. 4, al. 2, LIMF). Il existe en outre également une exception à cette obligation pour les systèmes de paiement exploités par une banque (art. 4, al. 2, LIMF) et par ceux qui le sont par la BNS ou sur mandat de celle-ci (art. 4, al. 3, LIMF). Ce dernier cas s'applique au système de paiement SIX Interbank Clearing (SIC). À l'heure actuelle, aucun système de paiement n'a ainsi une licence de système de paiement selon la LIMF.

Les dispositions relatives aux systèmes de paiement ont été développées dans le contexte de SIC et de systèmes de paiement exploités par des banques. Avec les développements liés à la numérisation, d'autres acteurs sont en train de se faire une place sur le marché. Se pose alors la question du moment précis à partir duquel une autorisation devient nécessaire puisque la LIMF ne prévoit pas de seuil quantitatif. Il existe en outre une certaine insécurité juridique par rapport à l'application des exigences générales de la LIMF (art. 4 à 21 LIMF) aux systèmes de paiement qui ne sont pas tenus d'obtenir une autorisation en tant que système de paiement.

**Besoin d'action:** il faudrait introduire un seuil quantitatif pour l'autorisation de système de paiement, en dessous duquel les systèmes de paiement ne seraient pas soumis à la LIMF. Ce seuil viserait à garantir le bon fonctionnement des marchés financiers et la protection des participants aux marchés financiers (voir art. 4 LIMF).

### 2.3.2. Transposition dans la loi des obligations applicables aux systèmes de paiement

Les systèmes de paiement soumis à autorisation doivent respecter les exigences générales de la LIMF qui s'appliquent aux IMF (art. 4 à 21 LIMF) ainsi que les exigences spécifiques s'appliquant uniquement aux systèmes de paiement soumis à autorisation (art. 81 ss LIMF; concrétisées dans les art. 66 à 70 OIMF). Les systèmes de paiement d'importance systémique doivent en outre respecter des exigences spécifiques supplémentaires (art. 23 ss LIMF).

Contrairement aux exigences spécifiques des autres IMF, les exigences spécifiques s'appliquant aux systèmes de paiement sont réglées majoritairement au niveau de l'ordonnance. Il convient également de noter que les banques exploitant un système de paiement et les systèmes de paiement ayant une licence de système de paiement ne sont pas sur un pied d'égalité puisque les banques ne sont pas soumises aux exigences s'appliquant aux systèmes de paiement. Enfin, il serait approprié d'introduire des exigences pour les systèmes de paiement dans le domaine de l'admission, de l'exclusion et de la défaillance d'un participant. Ces exigences ne s'appliquent pour l'instant qu'aux systèmes de paiement d'importance systémique, sur la base des art. 24 et 24a OBN.

**Besoin d'action:** il convient d'examiner quelles dispositions doivent figurer dans la loi ou dans l'ordonnance. En outre, il devrait être exigé des banques exploitant un système de paiement qu'elles soient aussi soumises aux exigences s'appliquant actuellement aux systèmes de paiement, sans qu'elles aient toutefois besoin d'obtenir une nouvelle licence de système de paiement. Enfin, des exigences dans le domaine de l'admission, de l'exclusion et de la défaillance d'un participant devraient être introduites dans la LIMF pour les systèmes de paiement.

### 2.3.3. Stablecoins

Les *stablecoins* sont des cryptomonnaies qui cherchent à conserver une valeur stable (par exemple grâce à des actifs sous-jacents tels que des monnaies souveraines ou des matières premières). Contrairement aux cryptomonnaies telles que le *bitcoin*, les *stablecoins* sont censés être utiles dans le domaine du trafic des paiements puisque leur volatilité est supposée limitée par rapport à l'actif sous-jacent. La réglementation suisse est pionnière dans ce domaine, car elle comprend en particulier un guide pratique de la FINMA spécifiquement dédié aux *stablecoins* publié en septembre 2019<sup>6</sup>.

Au niveau international, un grand nombre d'organisations multilatérales telles que le CSF ont lancé des travaux dans le domaine de la réglementation des *stablecoins*. Ces travaux étant en cours, il serait toutefois prématuré à ce stade d'en tirer des conséquences potentielles pour le cadre réglementaire suisse.

**Besoin d'action:** à l'heure actuelle, le cadre réglementaire relatif aux *stablecoins* n'a pas besoin d'être modifié. Cependant, il convient de suivre de près les développements au niveau multilatéral et au niveau des juridictions pertinentes pour déterminer si le cadre réglementaire suisse nécessite une révision.

<sup>6</sup> Voir sous: <https://www.finma.ch/fr/news/2019/09/20190911-mm-stable-coins/>.

## 2.4. Établissement d'un plan de liquidation à titre préventif

La LIMF exige un plan de liquidation lorsqu'une IMF entend restituer son autorisation (art. 86, al. 1, LIMF). Les IMF d'importance systémique doivent déjà établir ce plan à titre préventif, même si elles n'ont pas l'intention de cesser leurs activités, et y indiquer comment elles entendent mettre fin de façon ordonnée aux processus opérationnels d'importance systémique en cas de cessation volontaire de l'activité (*orderly wind-down plan*). Cette disposition figure actuellement uniquement dans l'ordonnance (art. 72 OIMF), et non au niveau de la loi. En plus de ce plan, les IMF d'importance systémique doivent détenir des fonds propres pour couvrir les cas de cessation volontaire de l'activité (voir ch. 2.1.3). Les contreparties centrales et les dépositaires centraux qui n'ont pas d'importance systémique ont également l'obligation de détenir des fonds propres en vue d'une telle cessation, mais ils ne doivent pas disposer explicitement d'un plan (art. 48, al. 3, et 56, al. 2, OIMF). Il en va de même pour certains systèmes de négociation basés sur la TRD (art. 58j, al. 1, OIMF).

Le plan de liquidation établi à titre préventif par les IMF d'importance systémique revêtant une grande importance, la sécurité juridique et le respect de la hiérarchie législative imposent une inscription des dispositions correspondantes dans la loi. Cela permettrait également de dissiper les doutes: en particulier, il faudrait préciser que la FINMA délivre l'autorisation après consultation de la BNS, et prévoir une mise à jour régulière (p. ex. annuelle).

Les contreparties centrales, les dépositaires centraux et certains systèmes de négociation basés sur la TRD sans importance systémique ont (*de facto*) d'ores et déjà besoin d'un plan sommaire, c'est-à-dire d'un «plan de liquidation *light*», pour pouvoir établir les fonds propres exigés en vue d'une cessation volontaire de l'activité. Pour des raisons de sécurité juridique, cette exigence devrait figurer explicitement dans la législation. Par ailleurs, étant donné que les systèmes de paiement assument également une fonction centrale comparable dans le système financier, il paraît opportun de leur demander de dresser un plan de liquidation *light* et de détenir les fonds propres correspondants en vue d'une cessation volontaire de l'activité. Par souci de proportionnalité, cette obligation ne concernerait que les systèmes de paiement soumis à autorisation (voir ch. 2.3.1 et art. 4, al. 2, LIMF).

**Besoin d'action:** l'obligation d'établir un plan de liquidation à titre préventif doit être inscrite dans la loi à des fins de sécurité juridique, et les exigences correspondantes doivent être précisées. De même, le plan de liquidation *light* pour les contreparties centrales, les dépositaires centraux et certains systèmes de négociation basés sur la TRD doit être ancré dans la loi au sens d'un concept sommaire. Cette exigence doit en outre être étendue aux systèmes de paiement soumis à autorisation.

## 2.5. Situations de crise: stabilisation et liquidation

La stabilisation (*recovery*) et la liquidation (*resolution*) englobent, d'une part, le plan de stabilisation et le plan de liquidation établis à titre préventif (voir ch. 2.5.1) et, d'autre part, l'assainissement ou la liquidation conforme au droit en vigueur en matière d'insolvabilité (voir ch. 2.5.2).

### 2.5.1. Plan de stabilisation et plan de liquidation

Les IMF d'importance systémique établissent un plan de stabilisation. Celui-ci prévoit les mesures propres à permettre à l'IMF concernée d'assurer durablement sa stabilité en cas de crise de manière à maintenir ses processus opérationnels d'importance systémique (art. 24, al. 1, LIMF). La FINMA établit un plan de liquidation dans lequel elle fixe les modalités de l'assainissement ou de la liquidation d'une IMF d'importance systémique qu'elle a ordonnés (art. 24, al. 2, LIMF).

Pour l'essentiel, les mécanismes de la LIMF relatifs au plan de stabilisation et au plan de liquidation ont démontré leur efficacité. La modification de certaines dispositions paraît néanmoins opportune pour accroître la sécurité juridique et tenir compte de l'évolution des normes internationales.

La LIMF actuelle ne prévoit la prise en compte des normes internationales reconnues que pour les exigences spéciales visées à l'art. 23, al. 2. Or, dans la pratique des autorités de surveillance, les normes internationales revêtent une importance majeure pour la planification globale de la stabilisation et de la liquidation. Il convient donc de l'ancrer explicitement. De même, l'art. 24, al. 1, LIMF devrait préciser que le plan de stabilisation porte sur les activités commerciales et, *en particulier*, sur les processus opérationnels d'importance systémique. Cette précision refléterait mieux la pratique prudentielle en vigueur, selon laquelle l'ensemble d'une IMF doit généralement être stabilisé, mais certains processus opérationnels sans importance systémique peuvent être abandonnés. Enfin, l'art. 21 LIMF est insignifiant dans la pratique de sorte qu'il serait possible d'y renoncer.

À des fins d'amélioration de la sécurité juridique, la structure générale et le contenu minimal du plan de stabilisation devraient être définis sur la base de principes. L'OIMF constituerait l'acte approprié pour cette définition. Comme les normes internationales le prévoient, une base légale explicite devrait être créée en vue de simulations ou de tests réguliers (p. ex. annuels) du plan de stabilisation. Enfin, après consultation de la BNS, la FINMA devrait pouvoir ordonner la mise en œuvre du plan de stabilisation lorsque les conditions des mesures visées à l'art. 25 LB sont réunies ou lorsque cela est autrement nécessaire pour des motifs liés à la stabilité financière. À titre exceptionnel et après consultation de la BNS, la FINMA devrait également pouvoir interdire entièrement ou partiellement une exécution du plan de stabilisation qui compromettrait sensiblement la stabilité financière. Relativement mineure, cette possibilité d'intervention supplémentaire du régulateur est susceptible de renforcer considérablement la stabilité financière.

**Besoin d'action:** pour l'essentiel, les mécanismes de la LIMF relatifs au plan de stabilisation et au plan de liquidation ont démontré leur efficacité. La modification de certaines dispositions concernant notamment le contenu, les tests et l'exécution paraît néanmoins opportune pour accroître la sécurité juridique et la stabilité financière et tenir compte de l'évolution des normes internationales.

## 2.5.2. Insolvabilité

La LIMF ne régit pas elle-même l'insolvabilité, mais renvoie aux dispositions correspondantes de la LB. De plus, elle comprend quelques dispositions spéciales qui complètent, en tant que *lex specialis*, les prescriptions générales du droit bancaire (art. 88 ss LIMF).

Depuis l'entrée en vigueur de la LIMF, les normes internationales sur l'insolvabilité ont été sensiblement étoffées. En particulier, des outils de liquidation spécifiques aux contreparties centrales ont été élaborés. Étant donné qu'elle renvoie à la LB pour tout ce qui touche à l'insolvabilité, ces outils spécifiques sont étrangers à la LIMF. Pour permettre aux autorités de liquidation de réagir de manière ciblée, il paraît opportun de mettre en place des outils de liquidation spécifiques aux IMF en plus de ceux du droit bancaire, et notamment d'introduire des appels de liquidité aux fins de liquidation (*resolution cash calls*) auprès des participants à une contrepartie centrale et des instruments visant à rétablir l'équilibre du carnet de compensation d'une contrepartie centrale, à savoir la résiliation des contrats en échange d'un règlement en espèces (*tear up*) et l'affectation obligatoire de positions (*forced allocation*).

Pour appliquer de manière judicieuse d'autres instruments comme la réduction des bénéfices pouvant être versés aux participants à une contrepartie centrale (*variation margin gains haircutting*), il faut déroger à la hiérarchie des créanciers définie dans la version révisée de la LB pour la réduction des créances (voir art. 30b, al. 7, LB révisée). De même, le privilège des

marges initiales (*initial margins*) apparaît opportun pour réduire les créances des IMF. La hiérarchie des créanciers définie dans la version révisée de la LB doit donc être précisée pour les IMF et, en particulier, les contreparties centrales.

Dans ce contexte, le transfert des dispositions de l'art. 92 LIMF dans la LB (p. ex. en tant qu'art. 30a, al. 6, LB) devrait être examiné de manière approfondie. La FINMA pourrait ainsi tenir compte de la stabilité financière même en cas d'ajournement de la résiliation des contrats d'une banque.

**Besoin d'action:** conformément au développement considérable des normes internationales en matière d'insolvabilité, il convient d'inscrire dans le droit suisse des outils de liquidation spécifiques aux IMF, en particulier les appels de liquidité aux fins de liquidation et le *tear up* pour les contreparties centrales. De plus, la hiérarchie des créanciers doit être partiellement modifiée pour les IMF afin que toute la gamme des outils de liquidation puisse être utilisée judicieusement.

## 2.6. Autres besoins d'action

- **Externalisation et instruments de surveillance:** afin de permettre la supervision par la FINMA et la surveillance par la BNS des services externalisés par une IMF, des dispositions analogues à celles de l'art. 47 LSA et de l'art. 23bis LB doivent être introduites dans la législation sur l'infrastructure des marchés financiers (obligation de renseigner et de déclarer, audits).
- **Précision de notions:** il convient d'évaluer si les notions «modification significative» (art. 7, al. 2, LIMF) et «services essentiels» (art. 11, al. 1, LIMF) devraient être précisées à l'aide d'exemples à des fins d'amélioration de la sécurité juridique.
- **Services auxiliaires:** pour la fourniture de certains services auxiliaires (art. 10 LIMF) des IMF semblables à ceux des banques, les différences de traitement réglementaire entre les banques et ces infrastructures (en particulier art. 21 LIMF) devraient être supprimées si elles ne sont pas justifiées.
- **Renvois à l'ordonnance sur les fonds propres (OFR):** les art. 29 et 127 OIMF renvoient à l'OFR. Ces renvois semblent ne plus être pertinents et pourraient donc être supprimés. Il convient également d'évaluer si ces articles devraient être complétés par une mention du Fonds monétaire international.
- **Faillite:** certaines dispositions sur la faillite devraient être clarifiées à des fins d'amélioration de la sécurité juridique, notamment la relation entre l'art. 89, al. 2, LIMF et l'art. 20 LTI.
- **Accès libre et non discriminatoire aux IMF:** l'art. 18 LIMF impose aux IMF d'offrir un accès libre et non discriminatoire à leurs services. De récents développements en Suisse et à l'étranger ont cependant révélé que certains services proposés par des tiers pourraient compromettre cet accès, notamment les services de télécommunication. Il convient d'examiner régulièrement la nécessité d'une réglementation supplémentaire dans ce domaine.
- **Trading algorithmique et négociation à haute fréquence:** dans la mesure du possible, ces notions devraient être définies dans la LIMF ou dans l'OIMF à des fins d'amélioration de la sécurité juridique. De plus, les prescriptions relatives à l'obligation de désignation

devraient être précisées afin qu'elles soient mieux comprises par les participants (obligation d'une désignation unique et durable des algorithmes). En l'état actuel des choses, il paraît opportun de s'appuyer sur la réglementation de l'UE.

### 3. Négociation de dérivés et limites de positions pour les dérivés sur matières premières

La LIMF soumet la négociation de dérivés à quatre obligations centrales, conformément aux engagements internationaux: règlement via une contrepartie centrale, déclaration à un TR, réduction des risques et négociation via une plate-forme ou un autre système de négoce. Étant donné que la majeure partie du négoce suisse de produits dérivés est réalisée de manière transfrontalière et principalement avec l'UE, les obligations de la LIMF en la matière s'inspirent des règles en vigueur dans l'UE, c'est-à-dire de l'EMIR.

Les dispositions relatives à la négociation de dérivés ont généralement fait leurs preuves. En revanche, l'utilité de l'obligation de déclarer à un TR devrait être améliorée. En outre, d'autres adaptations ponctuelles semblent appropriées et sont décrites plus en détail ci-dessous.

#### 3.1. Améliorations concernant l'obligation de déclarer les opérations sur dérivés

##### 3.1.1. Obligation de déclaration à un référentiel central

La déclaration des opérations sur dérivés à des TRs n'a pas encore permis d'améliorer de manière satisfaisante la transparence sur ce marché. Ceci est majoritairement dû à une qualité insuffisante des données en raison d'un manque d'harmonisation dans les déclarations, mais aussi à la fragmentation des données déclarées à des TRs autorisés ou reconnus par la FINMA et aux autres TR. Par conséquent, les risques découlant des opérations sur dérivés effectuées par des contreparties suisses ne sont que peu observés de manière systématique au travers des données déclarées aux TRs. Pour les contreparties chargées de déclarer leurs opérations, il en résulte toutefois des coûts administratifs élevés.

Malgré des coûts disproportionnés au regard de l'utilisation insatisfaisante qui en est faite, l'obligation de déclarer et la transparence sur le marché des dérivés paraissent toutefois toujours pertinentes et conformes aux bonnes pratiques d'autres secteurs financiers ainsi qu'aux normes internationales. Il ne semble donc pas opportun de supprimer l'obligation de déclaration. Il faudrait toutefois prendre des mesures pour utiliser les données collectées de manière plus ciblée. Cela permettrait également d'améliorer l'utilisation des données collectées pour la surveillance du marché (en particulier la surveillance macroprudentielle) et, en fin de compte, d'améliorer la transparence sur le marché des produits dérivés.

**Besoin d'action:** il faudrait renforcer l'utilité de l'obligation de déclarer les opérations sur dérivés auprès de TRs en améliorant a) la qualité des déclarations et b) l'accès des autorités aux données collectées par les TRs.

##### 3.1.2. Harmonisation du standard de déclaration

La LIMF dispose que l'obligation de déclarer les opérations sur dérivés est unilatérale (une seule des contreparties est tenue de déclarer la transaction), contrairement aux exigences

d'autres juridictions (comme l'UE ou le Royaume-Uni), qui reposent sur une obligation de déclaration bilatérale. Plus coûteuse, une obligation de déclaration bilatérale présente toutefois l'avantage de pouvoir valider l'exactitude des champs de déclaration, ce qui n'est pas le cas avec une obligation de déclaration unilatérale.

Pourtant réglée dans l'OIMF (annexe 2), la terminologie des déclarations varie sensiblement selon les établissements soumis à l'obligation de déclaration, et selon les TRs. Cette différence s'explique notamment par les divergences d'application du standard de déclaration pour des champs de déclaration clés tels que les identifiants des parties prenantes de l'opération (notamment de la contrepartie non soumise à l'obligation de déclarer), les informations sur le produit, ou encore des informations relatives à l'actif sous-jacent. Ce manque d'homogénéité complique l'agrégation et l'évaluation des données par les autorités compétentes.

Une précision des différents champs de déclaration existants, sans modifier le nombre de champs, permettrait d'effectuer des agrégations et des évaluations de manière automatisée et augmenterait considérablement l'utilité de l'obligation de déclaration pour les autorités de surveillance. Par exemple, une obligation de fournir une LEI lors de l'identification de la contrepartie non soumise à l'obligation de déclaration (champs 2, 8 et 46 de l'annexe 2 OIMF) permettrait d'identifier clairement les parties prenantes d'une transaction. Les positions sur produits dérivés pourraient ainsi être clairement attribuées.

Depuis l'entrée en vigueur de la LIMF, le CPMI et l'IOSCO ont produit des directives techniques sur la définition, le format et l'utilisation des principaux éléments de données sur les produits dérivés de gré à gré à déclarer aux TRs, couvrant ainsi l'UTI, l'UPI et une centaine d'éléments de données critiques (CDE), qui ont été intégrées dans la norme internationale ISO 20022. Il serait donc envisageable d'aligner les indications à déclarer aux TRs sur les normes techniques développées au niveau international lorsque ceux-ci sont disponibles. L'UE et les États-Unis ont déjà modifié leurs standards dans ce sens.

Bien que les obligations de déclaration visées dans la LIMF et l'EMIR présentent un degré élevé de similitude, il existe des différences importantes entre les deux réglementations. Les acteurs du marché qui doivent déclarer leurs opérations selon l'EMIR seraient donc intéressés par un alignement complet du standard de déclaration suisse sur le standard européen. Une telle adaptation serait fondamentale et impliquerait des dépenses considérables pour les participants au marché financier, les TRs et les autorités de surveillance. À long terme, une amélioration de la qualité des données pourrait être atteinte. Toutefois, le rapport coûts-bénéfice d'une telle adaptation est jugé trop faible pour les autorités et l'ensemble de la place financière suisse.

**Besoin d'action:** afin d'améliorer la qualité des déclarations sans entraîner des coûts administratifs disproportionnés pour les acteurs concernés, il faudrait modifier et harmoniser les descriptions relatives au contenu des déclarations pour s'aligner et s'appuyer davantage sur les normes techniques internationales telles que la LEI, l'UTI, l'UPI et autres CDE.

### 3.1.3. Accès aux référentiels centraux

Un autre aspect qui permettrait de renforcer l'utilité des données collectées concerne l'accès aux TRs étrangers par les autorités nationales, et inversement. Actuellement, les dispositions relatives à l'accès des autorités étrangères aux TRs (art. 78, al. 2, LIMF) sont très exigeantes et définies étroitement, de sorte que les autorités étrangères n'ont pas d'accès. La réserve prévue à l'art. 78, al. 2, let. b, LIMF était motivée par le fait que l'accès aux données ne devait pas permettre indirectement leur utilisation à des fins fiscales au profit d'autorités étrangères, ce qui reviendrait en fin de compte à contourner la procédure d'assistance administrative fiscale. Toutefois, la norme internationale régissant l'échange automatique de renseignements relatifs aux comptes financiers et l'accord FATCA (*Foreign Account Tax Compliance Act*) ayant été conclus entre-temps, la réserve explicite de l'art. 78, al. 2, let. b, LIMF n'est plus nécessaire

dans la même mesure. De même, en fonction des besoins, l'accès des autorités suisses à des TRs étrangers pourrait être amélioré.

**Besoin d'action:** il serait judicieux d'améliorer l'accès réciproque aux données des TRs entre les autorités nationales et les autorités étrangères, notamment en s'alignant sur les normes internationales et sur les dispositions relatives à l'échange de données dans le cadre de l'assistance administrative.

## 3.2. Allègements des obligations pour les petites contreparties non-financières

### 3.2.1. Obligation de déclarer

Selon l'art. 104 LIMF, la contrepartie financière (*financial counterparty*, FC) qui effectue une opération avec une contrepartie non financière (*non financial counterparty*, NFC) est soumise à l'obligation de déclarer. En cas d'opération entre des NFC, c'est la NFC qui n'est pas petite au sens de l'art. 99 LIMF qui est soumise à l'obligation de déclarer. Une opération entre des petites NFC (NFC-) ne doit pas être déclarée. Finalement, le seul cas pour lequel une NFC- doit faire une déclaration concerne une opération dans laquelle la contrepartie est étrangère et n'effectue pas de déclaration à un TR conforme au droit suisse.

Actuellement, l'obligation de déclarer les opérations sur dérivés s'applique déjà aux FC (notamment aux banques et aux assurances) et à certaines NFC. Pour les NFC- définies à l'art. 98 LIMF (p. ex. des entreprises industrielles), il était prévu que l'obligation entre en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2019. Le Conseil fédéral a toutefois reporté la mise en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2024, pour réévaluer au cours du présent examen les coûts pour les entreprises et l'utilité de l'obligation.

Au cours de l'analyse menée auprès de NFC-, il a été estimé que les coûts des déclarations varieraient de quelques dizaines de milliers à plusieurs millions de francs par année et par entreprise. Cela correspondrait aux frais liés aux coûts informatiques pour l'exploitation et la maintenance des bases de données, aux coûts de personnel, aux frais des TRs et aux autres prestations de tiers. Certaines de ces estimations se basent sur les expériences faites par des NFC- qui sont soumises à l'obligation de déclarer dans d'autres juridictions, notamment dans l'UE.

Comme mentionné plus haut, il est difficile d'évaluer les bénéfices de l'obligation de déclarer aux TRs sous l'angle de la surveillance macroprudentielle, en raison du manque d'harmonisation des déclarations et des données récoltées. La Commission fédérale de l'électricité serait favorable à ce que les entreprises actives sur le marché de l'électricité, qui sont souvent des NFC- et des acteurs importants du négoce de dérivés, déclarent leurs opérations.

Toutefois, même le système de déclaration est amélioré (ce qui est aussi un objectif en soi), l'apport des déclarations des NFC- sur leurs opérations avec des contreparties étrangères ne sera probablement pas matériel. On peut également partir du principe que les opérations en question sont dans une large mesure déjà déclarées dans un TR étranger par l'autre contrepartie.

**Besoin d'action:** il serait judicieux d'abroger l'obligation de déclarer pour les NFC-. Dans l'intervalle, pour éviter des coûts administratifs de mise en œuvre de l'obligation et pour assurer la sécurité juridique, il convient de repousser encore le délai d'entrée en vigueur au sens de l'art. 130, al. 1, let. c, OIMF à début 2028.

### 3.2.2. Surveillance des seuils

Si les NFC- bénéficient d'exemptions, notamment l'obligation de déclarer les transactions entre deux NFC-, elles doivent toutefois se renseigner elles-mêmes pour savoir si elles remplissent les conditions, soit une position brute moyenne mobile, calculée sur une période de 30 jours ouvrables, pour toutes les opérations sur dérivés de gré à gré en cours est inférieure au seuil applicable (art. 99 ss LIMF). Les seuils sont fixés selon les catégories de dérivés. Les calculs de seuils diffèrent de l'EMIR Refit. En effet, les simplifications réglementaires adoptées par l'UE en 2019 n'ont pas encore été suivies par la Suisse. Selon le secteur privé, la surveillance des seuils entraîne des calculs exhaustifs qui engendrent des coûts importants, alors que le but était d'alléger les obligations à leur rencontre.

**Besoin d'action:** afin de rendre la surveillance des seuils moins contraignante pour les NFC-, il faudrait réévaluer la méthode de calcul en s'inspirant des simplifications réglementaires prévues dans l'EMIR Refit.

### 3.3. Opérations transfrontalières et classification de la contrepartie

En ce qui concerne les obligations de réduction du risque opérationnel et du risque de contrepartie (art. 108 LIMF), il n'y a pas d'article spécifique sur les transactions transfrontalières comme pour les autres obligations, soit l'obligation de compenser (art. 90 OIMF), l'échange de garanties (art. 106 OIMF) et la négociation sur une plate-forme ou un système organisé de négociation (art. 111 OIMF). Cela signifie concrètement que si une banque suisse a par exemple une contrepartie européenne, elle doit (malgré la reconnaissance du droit européen par la FINMA selon l'art. 95 LIMF) effectuer une classification de contrepartie selon la LIMF afin de déterminer si les obligations de réduction des risques EMIR s'appliquent.

L'art. 95 LIMF remplit en soit sa fonction, c'est-à-dire que les obligations envers les acteurs du marché actifs à l'étranger sont également réputées respectées si elles le sont sous une juridiction étrangère reconnue comme équivalente par la FINMA, et si l'IMF étrangère à laquelle il est recouru pour exécuter l'opération a été reconnue par la FINMA. Toutefois, les acteurs du marché doivent d'abord déterminer si la LIMF prévoit une obligation, ce qui les oblige à classer leurs contreparties étrangères selon les art. 93 s. LIMF. Le fait de devoir exiger une classification LIMF des contreparties issues de juridictions étrangères reconnues comme équivalentes par la FINMA constitue un coût inutile et donc un désavantage concurrentiel pour les contreparties suisses.

Enfin, il faut noter que la classification des contreparties en Suisse ne correspond pas exactement au droit européen. Une simple reprise, par exemple de la classification européenne d'une contrepartie, nécessiterait d'abord un alignement des différents cadres juridiques.

**Besoin d'action:** Le champ d'application de l'exécution d'obligations en vertu d'un droit étranger dans le cadre de transactions transfrontalières doit être revu. Ce faisant, il faut veiller à examiner la compatibilité avec les normes internationales de manière plus approfondie.

### 3.4. Autres actions requises

- **Champ d'application pour les contreparties financières et non financières:** d'un point de vue systématique, il faudrait transférer dans l'art. 93 LIMF (champ d'application) la déclaration d'une contrepartie concernant sa classification, qui est actuellement régie par l'art. 97, al. 3, LIMF.

- **Obligation concernant la déclaration à un TR:** à l'art. 92, al. 2, OIMF, la phrase subordonnée «qui transitent par une plate-forme de négociation ou un système organisé de négociation» devrait être supprimée, car cette logique doit également s'appliquer aux dérivés compensés de manière centralisée qui ont été négociés en dehors d'une plate-forme de négociation ou d'un système organisé de négociation (*OTC cleared*).
- **Évaluation des opérations en cours et réduction des risques:** il ressort clairement du message que l'intention du législateur était d'exclure les petites contreparties de l'obligation d'évaluer les opérations en cours (art. 109, al. 1, LIMF). En revanche, les grandes contreparties devraient rester soumises à l'obligation d'évaluer les opérations en cours, conformément au principe énoncé à l'art. 109, al. 1, LIMF, et ce, quelle que soit la classification de l'autre contrepartie. Par souci de sécurité juridique, il faudrait préciser la formulation de l'art. 109, al. 2, LIMF en ce sens que les grandes contreparties ne sont pas concernées par cette exception.
- **Documentation et audit:** il faudrait examiner, en tenant compte des risques, si les pratiques d'autres juridictions concernant les obligations en matière d'audit et de documentation (art. 116 et 117 LIMF) pourrait être reprises. Pour les établissements non soumis à la surveillance prudentielle, cela pourrait par exemple se traduire par une modification de l'intervalle des audits ou par l'intégration de valeurs seuils concernant l'obligation d'audit. Pour les NFC qui ne souhaitent pas négocier des dérivés, il s'agirait d'examiner si des simplifications devraient être faites concernant la documentation requise (art. 113, al. 2, OIMF).

## 4. Droit sur la publicité des participations, droit des offres publiques d'acquisition et dispositions sur l'abus de marché

Lors de la création de la LIMF, les dispositions concernant la publicité des participations (droit sur la publicité des participations), les offres publiques d'acquisition (droit des offres publiques d'acquisition), les opérations d'initiés ainsi que les manipulations de cours et de marché (abus de marché) ont été reprises telles quelles de l'ancienne LBVM.

Les prescriptions du droit sur la publicité des participations, du droit des offres publiques d'acquisition et celles sur l'abus de marché ont démontré leur efficacité, mais elles devraient être partiellement remaniées. En particulier, il paraît opportun de modifier légèrement le droit sur la publicité des participations et de développer le système actuel de surveillance de la négociation. Les problèmes identifiés sont présentés de manière plus détaillée ci-après, tout comme les actions recommandées.

### 4.1. Droit sur la publicité des participations

#### 4.1.1. Diminution de la complexité et suppression des sanctions pour les infractions mineures

Le droit actuel sur la publicité des participations (art. 120 ss LIMF) impose de déclarer de nombreux faits et se traduit dans la pratique par un nombre élevé de déclarations en comparaison internationale. Celles-ci engendrent une lourde charge non seulement chez les personnes soumises à l'obligation de déclarer, mais également au niveau des émetteurs et des instances

pour la publicité des participations à des plates-formes de négociation. Dans le même temps, les acteurs du marché ont de plus en plus de mal à trouver des informations pertinentes pour eux en raison des nombreuses déclarations, ce qui compromet la transparence visée par le droit sur la publicité des participations. En outre, la grande complexité de ce droit conduit souvent dans la pratique à une insécurité juridique et à des violations mineures des obligations de déclarer qui résultent de négligences. Toutes ces violations étant cependant punissables (voir art. 151 LIMF), elles doivent être notifiées à la FINMA par les instances pour la publicité des participations, faire l'objet d'une plainte de la FINMA et être évaluées par le DFF. Cette punissabilité des infractions mineures et la charge correspondante au niveau des instances pour la publicité des participations, de la FINMA et du DFF sont contestables.

Les lacunes susmentionnées du droit en vigueur pourraient être nettement atténuées si le premier seuil de 3 pourcent des droits de vote n'était pas soumis à l'obligation de déclarer, ce qui porterait le premier seuil de déclaration à 5 pourcent des droits de vote. Cela serait non seulement compatible avec les normes internationales, mais aussi acceptable du point de vue de la transparence du marché. En outre, il faudrait remédier aux incertitudes juridiques existantes, en particulier en relation avec l'obligation de déclarer les participations dans des placements collectifs de capitaux (art. 18 OIMF-FINMA), en cas d'augmentations de capital, lors de reprises fermes et pour les groupes de blocage, et la punissabilité devrait se limiter dans la mesure du possible aux violations significatives de l'obligation de déclarer des participations. De plus, une organisation moins contraignante de la déclaration obligatoire après une modification des informations (art. 16, al. 2, OIMF-FINMA) et d'autres simplifications du droit sur la publicité des participations devraient être étudiées de manière approfondie. De même, il convient de déterminer si, à l'avenir, les participations ne devraient pas être déclarées par les personnes soumises à l'obligation correspondante, et non par les émetteurs, sur les plates-formes des instances pour la publicité des participations.

**Besoin d'action:** dans le droit sur la publicité des participations, le seuil de déclaration de 3 % doivent être abrogé, les incertitudes juridiques existantes devraient être supprimées et la punissabilité devrait se limiter aux violations significatives de l'obligation de déclarer. Lors de travaux ultérieurs, il faudra examiner comment l'obligation de déclarer consécutive à une modification des informations pourrait être moins contraignante et si les participations ne devraient pas, à l'avenir, être déclarées directement par les personnes soumises à l'obligation correspondante sur les plates-formes des instances pour la publicité des participations.

#### 4.1.2. Architecture prudentielle plus efficace

L'architecture prudentielle du droit actuel sur la publicité des participations prévoit une répartition des tâches entre la FINMA et les instances pour la publicité des participations des bourses (art. 27 ss OIMF-FINMA): il incombe à ces instances de surveiller l'obligation de déclarer et de publier, et de répondre sous la forme de recommandations aux demandes de décision préalable, d'exemption et d'allègement. Si elles soupçonnent une violation de l'obligation de déclarer, elles sont tenues d'en informer la FINMA (art. 122 LIMF). En revanche, elles ne sont pas tenues de dénoncer les faits à l'autorité de poursuite pénale.

La FINMA est chargée de mener la procédure d'*enforcement* en cas de violations de l'obligation de déclarer, mais elle ne peut actuellement pas rétablir l'ordre légal (art. 31 LFINMA) et, partant, procéder à une exécution par substitution (art. 32, al. 2, LFINMA) contre les non-assujettis. Elle ne peut dès lors ni ordonner par voie de décision la remise d'une déclaration correcte des participations, ni corriger une déclaration incorrecte via une exécution par substitution, de sorte que certaines déclarations erronées ou incomplètes des participations n'ont pas été corrigées dans la pratique.

En pratique, la FINMA ne doit engager une procédure d'*enforcement* pour violation de l'obligation de déclarer que dans des cas particuliers. Son activité se limite à demander aux personnes soumises à cette obligation de corriger le cas échéant une déclaration dans le cadre

d'un acte administratif informel – ce qui est généralement fait sans autres démarches – et de déposer une plainte pénale auprès du DFF. La FINMA se contente donc souvent de servir d'«intermédiaire» entre les instances pour la publicité des participations et le DFF.

Cette architecture prudentielle du droit sur la publicité des participations est reconnue sur le marché et a démontré son efficacité. Eu égard à l'importance de cette réglementation, il paraît toutefois judicieux de transférer dans la LIMF les dispositions de l'OIMF-FINMA qui obligent les bourses à se doter d'une instance pour la publicité des participations, et celles qui régissent les tâches et les compétences de cette instance. De plus, des mesures appropriées devraient veiller à une meilleure coordination des pratiques des différentes instances pour la publicité des participations afin de garantir une application uniforme du droit.

Par ailleurs, il semble inefficace que la FINMA, comme indiqué précédemment, serve presque exclusivement d'intermédiaire, les assujettis prenant en charge cette activité dans le cadre de leur taxe de surveillance. Les instances pour la publicité des participations devraient plutôt être tenues de demander une correction directement aux personnes concernées en cas de violation de l'obligation de déclarer, et de déposer directement une plainte pénale auprès du DFF. En l'espèce, il serait judicieux, pour accomplir ces tâches, de conférer à ces instances un droit d'accès vis-à-vis des personnes soumises à l'obligation de déclarer et des émetteurs, afin de pouvoir constater si cette obligation est effectivement bafouée. Une participation de la FINMA serait dès lors requise uniquement lorsque les instances pour la publicité des participations ne parviennent pas à faire rectifier de manière informelle une infraction au droit sur la publicité des participations ou lorsqu'il existe une violation grave de l'obligation de déclarer et qu'une procédure d'*enforcement* doit être engagée.

Enfin, la FINMA devrait pouvoir décider de rétablir l'ordre légal même auprès des non-assujettis et de réaliser une exécution par substitution si les personnes soumises à l'obligation de déclarer ne donnent pas suite à cette décision.

**Besoin d'action:** l'obligation pour les bourses de se doter d'une instance pour la publicité des participations ainsi que les tâches et les compétences de cette instance doivent être transférées de l'OIMF-FINMA vers la LIMF, et des mesures appropriées doivent veiller à une meilleure coordination des pratiques des différentes instances pour la publicité des participations. De plus, l'architecture prudentielle devrait être plus efficace si ces instances étaient tenues de demander directement une correction aux personnes concernées en cas de violation de l'obligation de déclarer, et de déposer directement une plainte pénale auprès du DFF.

### 4.1.3. Autres actions requises

- **Extension du champ d'application:** il faudra examiner la cotation éventuelle des titres de participation également auprès des systèmes de négociation fondés sur la TRD. Le cas échéant, il faudra étendre le droit sur la publicité des participations aux titres de participation des sociétés qui sont cotées sur un tel système, afin de créer des conditions de concurrence équitables et d'appliquer le principe de la neutralité technologique.
- **Abrogation de la possibilité d'envoyer des informations par télécopie:** la possibilité de transmettre par télécopie des déclarations, des informations et des recommandations sur la publicité des participations est obsolète et doit donc être abrogée.
- **Examen des amendes infligées aux entreprises:** introduite lors de la révision de la LBVM en 2013, l'amende maximale de 10 millions de francs pour violation intentionnelle de l'obligation de déclarer demeure appropriée au vu de la gravité des faits. Il faudrait néanmoins examiner la possibilité d'infliger à une entreprise une amende pénale pour lacunes organisationnelles qui dépasserait le cadre strict de l'art. 49 LFINMA (amende substitutive ne dépassant pas 50 000 francs).

## 4.2. Droit des offres publiques d'acquisition

### 4.2.1. Modification mineure de la garantie de déficit

Selon le droit en vigueur, la Commission des offres publiques d'acquisition doit se financer en premier lieu par la voie d'émoluments (art. 126, al. 5, LIMF). S'il y a peu d'offres publiques d'acquisition au cours d'une année, la commission est susceptible de présenter un déficit que les bourses doivent prendre en charge (garantie de déficit; art. 126, al. 6, LIMF). Suggéré par les bourses, un examen de cette garantie de déficit à leur charge a révélé le caractère approprié de la réglementation en vigueur. Celle-ci tient compte du fait que le champ d'application du droit des offres publiques d'acquisition est lié à la cotation à une bourse suisse et que les places boursières sont les premières bénéficiaires de l'activité de la commission. Il serait inapproprié que tous les assujettis ou les systèmes multilatéraux de négociation participent au déficit de la commission, car ils ne procèdent à aucune cotation et ne bénéficient dès lors pas particulièrement de l'activité de la commission. Si le droit des offres publiques d'acquisition était étendu aux sociétés dont les titres de participation sont admis à la négociation auprès d'un système de négociation fondé sur la TRD, ces systèmes devraient à l'avenir participer eux aussi à un éventuel déficit de la commission.

Il convient de préciser que la perte opérationnelle de la commission est relativement limitée depuis la création de cette dernière et qu'environ 90 % de cette perte ont été enregistrés au cours des deux dernières années (de pandémie). Abstraction faite de cette situation exceptionnelle, la commission est en mesure de se financer grâce aux émoluments, comme l'avait envisagé le législateur. Il faudrait toutefois vérifier lors de travaux ultérieurs si les taux en vigueur pour l'activité de la commission (art. 117 s. LIMF) sont encore adéquats.

**Besoin d'action:** les taux des émoluments en vigueur pour l'activité de la Commission des offres publiques d'acquisition doivent être examinés.

### 4.2.2. Autres actions requises

Les modifications ou les examens ci-après paraissent opportuns dans le droit des offres publiques d'acquisition:

- **Extension du champ d'application:** il faudra examiner la cotation éventuelle des titres de participation également auprès des systèmes de négociation fondés sur la TRD. Le cas échéant, le droit des offres publiques d'acquisition devra être étendu aux titres de participation des sociétés qui sont cotées sur un tel système (cf. proposition analogue pour le droit sur la publicité des participations).
- **Harmonisation de l'obligation de déclarer prévue dans le droit sur la publicité des participations et le droit des offres publiques d'acquisition:** à l'avenir, les obligations de déclarer visées aux art. 120 ss et 134 LIMF devraient pouvoir être consultées centralement en un lieu unique, ce qui accroîtrait la transparence et éviterait une hausse des coûts de transaction. En revanche, il ne paraît actuellement pas judicieux d'harmoniser le contenu de ces différentes déclarations obligatoires en raison de leurs objectifs divergents. Dans tous les cas, il serait opportun de supprimer le seuil de déclaration de 3 % dans le droit des offres publiques d'acquisition s'il était également abrogé dans le droit sur la publicité des participations.
- **Mise en place d'une obligation de désigner un domicile de notification:** il faudra examiner si les actionnaires étrangers des sociétés visées devraient être tenus d'indiquer un domicile de notification en Suisse afin de pouvoir participer plus facilement à une procédure en tant que parties.

- **Abrogation de la possibilité d'une transmission par télécopie:** la possibilité de déposer des recours et autres demandes par télécopie dans la correspondance avec la Commission des offres publiques d'acquisition est obsolète et devra donc être abrogée.
- **Création d'une base légale pour la publication des décisions sur recours:** une base légale explicite régissant la publication des décisions sur recours de la FINMA en matière d'offres publiques d'acquisition devrait être inscrite dans la LIMF à des fins d'amélioration de la sécurité juridique.
- **Examen des amendes infligées aux entreprises:** introduite lors de la révision de la LBVM en 2013, l'amende maximale de 10 millions de francs pour violation intentionnelle de l'obligation de présenter une offre demeure appropriée au vu de la gravité des faits, y compris en comparaison internationale. Il faudrait néanmoins examiner la possibilité d'infliger à une entreprise qui enfreint cette obligation une amende pénale pour lacunes organisationnelles qui dépasserait le cadre strict de l'art. 49 LFINMA (amende substitutive ne dépassant pas 50 000 francs).

## 4.3. Abus de marché

### 4.3.1. uniformisation, extension et ancrage dans la loi des obligations des émetteurs qui sont essentielles à l'intégrité du marché

Dans le droit en vigueur, l'interdiction des opérations d'initiés et de la manipulation de marché ainsi que les infractions pénales correspondantes sont inscrites dans la LIMF, mais l'obligation de publier les informations d'initiés (publicité *ad hoc*) et les opérations des dirigeants qui portent sur les propres titres de participation (opérations de la direction) relève du règlement de cotation des bourses (autorégulation). Celles-ci y sont implicitement tenues (voir art. 27 et 35 LIMF). Par conséquent, la mise en œuvre de ces obligations incombe elle aussi aux bourses. En cas de violation des obligations citées, la FINMA ne peut qu'engager une procédure d'*enforcement* contre les assujettis, mais uniquement pour des infractions graves.

En Suisse, ni le droit national ni l'autorégulation des bourses n'obligent explicitement les émetteurs à tenir une liste d'initiés, qui précise le moment à partir duquel une information est réputée d'initiés ainsi que les personnes qui en ont connaissance et depuis quand. De même, la loi n'indique pas explicitement si les bourses peuvent remettre à la FINMA des informations relatives à l'émetteur dans le cadre des enquêtes sur les abus de marché.

Cette situation juridique pourrait être améliorée à plusieurs égards. Tout d'abord, l'absence d'obligation, pour les émetteurs, de tenir des listes d'initiés prive la FINMA d'informations essentielles pour identifier les abus de marché (opérations d'initiés, manipulation de marché et de cours). Il paraît donc judicieux de prévoir que la LIMF contraigne elle aussi les émetteurs à dresser ces listes, comme c'est le cas dans certaines juridictions étrangères, notamment dans l'UE. La charge inhérente à la tenue de ces listes par les émetteurs apparaît proportionnée, car l'identification des comportements abusifs sur le marché revêt une importance majeure.

De plus, les obligations en matière de publicité *ad hoc* et de publication des opérations de la direction qui sont actuellement régies par le règlement de cotation des bourses devraient à l'avenir être définies au niveau étatique, c'est-à-dire dans la LIMF et dans l'OIMF, comme c'est le cas dans d'autres juridictions ayant des places financières importantes. Cela restreindrait certes l'autorégulation dans ce domaine, qui présente l'avantage d'être proche du marché. Le fait que les obligations de publicité *ad hoc* et de publication des transactions du management soient essentielles pour éviter les délits d'initiés et les manipulations de marché et renforcent ainsi non seulement la protection des investisseurs, mais aussi le fonctionnement des marchés

financiers et, en fin de compte, la compétitivité de la place financière, plaide toutefois en faveur d'une réglementation au niveau de la loi. Il ne semble donc plus opportun de laisser ces obligations à la seule autorégulation des bourses. Par exemple, il paraît opportun que le législateur puisse statuer sur la publication éventuelle du nom des personnes concernées lors de la divulgation des opérations de la direction, ce qui serait crucial pour la transparence du marché. Une réglementation étatique permettrait de définir des dispositions uniformes et cohérentes, c'est-à-dire conformes à la terminologie de la LIMF, renforçant ainsi la sécurité juridique par rapport aux prescriptions en vigueur sur le marché et facilitant la mise en œuvre des dispositions nationales sur l'abus de marché. Enfin, elle améliorerait notamment l'applicabilité des obligations des émetteurs et serait beaucoup mieux acceptée au niveau international.

Par ailleurs, pour accroître la sécurité juridique, la LIMF devrait indiquer explicitement que les bourses doivent remettre à la FINMA des informations relatives aux émetteurs dans le cadre des enquêtes sur les abus de marché et que les émetteurs et leurs mandataires sont tenus de fournir des renseignements à la FINMA.

**Besoin d'action:** la LIMF doit obliger les émetteurs à tenir des listes d'initiés. De plus, les obligations des émetteurs en matière de publicité *ad hoc* et de publication des opérations de la direction, qui sont actuellement régies par le règlement de cotation des bourses, doivent être définies dans la LIMF et dans l'OIMF. Enfin, cette dernière devrait indiquer explicitement que les bourses peuvent remettre à la FINMA des informations relatives aux émetteurs dans le cadre des enquêtes sur les abus de marché et que les émetteurs et leurs mandataires sont tenus de fournir des renseignements à la FINMA.

#### 4.3.2. Développement et centralisation des organes des déclarations et des organes de surveillance de la négociation

La LIMF et ses dispositions d'exécution (cf. notamment art. 5, al. 4, OIMF-FINMA) ont, sur le principe, repris la disposition de la LBVM selon laquelle chaque bourse – et désormais chaque plateforme de négociation multilatérale – doit mettre en place son propre organe de surveillance de la négociation et son propre organe des déclarations. La surveillance de la négociation se limite à celle des titres admis à la négociation sur sa propre plate-forme de négociation et, surtout, aux opérations exécutées sur celle-ci en se basant essentiellement sur les opérations déclarées par les participants – en plus d'une analyse des données de négociation. Ces déclarations doivent être effectuées auprès de l'organe correspondant des plateformes de négociation, qui est tenu de les traiter et de les préparer en vue d'une utilisation dans le cadre de cette surveillance. Pour accomplir ces tâches, les organes des déclarations peuvent prélever des émoluments auprès des personnes soumises à l'obligation de déclarer. Depuis le 1<sup>er</sup> août 2021, les systèmes de négociation fondés sur la TRD doivent eux aussi avoir leur propre organe de surveillance de la négociation et leur propre organe des déclarations.

Il incombe à la FINMA de mettre en œuvre l'interdiction prudentielle des opérations d'initiés et de la manipulation de marché. En cas de soupçon d'infraction, les organes de surveillance de la négociation sont donc tenus d'informer la FINMA (et les autorités de poursuite pénale) et de lui fournir les données pertinentes sur les particularités constatées en vue des investigations.

Désormais obsolète, cette réglementation existante ne permet aucune consultation holistique des données. Elle empêche de détecter et de poursuivre systématiquement en Suisse les comportements abusifs sur le marché, qui sont aujourd'hui généralement commis tant sur le lieu de vente qu'à l'échelle des produits. Il faudrait donc créer un organe centralisé de surveillance de la négociation et, partant, un organe centralisé des déclarations, comme c'est le cas dans d'autres juridictions ayant des places financières importantes. Cela permettrait non seulement d'améliorer la protection des investisseurs dans le sens de l'égalité des chances, mais

aussi d'améliorer le fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la compétitivité de la place financière suisse. En l'état actuel des choses, les personnes soumises à l'obligation de déclarer estiment qu'un organe centralisé des déclarations et donc la garantie d'un format de déclaration unique réduiraient la charge et les frais de déclaration.

D'autres mesures – notamment des améliorations du système de déclaration qui permettraient un échange automatisé des données de négociation entre les plates-formes de négociation et l'obligation pour ces dernières de prendre en compte dans la surveillance régulière de la négociation les opérations effectuées à l'extérieur qui leur ont été déclarées – ne sauraient résoudre totalement l'absence problématique de consultation holistique des données. Elles n'ont jusqu'à présent pas été appliquées dans la pratique.

Une centralisation des organes des déclarations et des organes de surveillance de la négociation devrait être réalisée avec la participation de SIX et de BX, l'objectif étant de modifier aussi peu que possible les structures en place. Par exemple, des parties des organes actuels des plates-formes de négociation pourraient être regroupées pour former *de facto* l'organe centralisé des déclarations et de surveillance de la négociation. Les émoluments prélevés en fonction des déclarations devraient couvrir autant que possible les coûts de la surveillance de la négociation, mais le financement devrait encore être déterminé de manière plus précise. Cette centralisation pourrait se traduire par de légères économies au niveau des plates-formes de négociation.

Comme les déclarations de transactions sont essentielles pour identifier des abus de marché, il est nécessaire de résoudre les problèmes correspondants qui ont été identifiés dans la pratique, en plus de centraliser les organes de surveillance de la négociation et les organes des déclarations. En particulier, la mise en œuvre de l'obligation de déclarer devrait être améliorée, et les règles matérielles donnant des résultats inappropriés devraient être remaniées. Pour le moment, il paraîtrait opportun d'exempter de l'obligation de déclarer toutes les opérations sur des valeurs mobilières étrangères et sur les dérivés en découlant qui sont exécutées sur une plate-forme de négociation étrangère (extension de l'art. 37, al. 4, let. b, OIMF).

De plus, il serait judicieux que tous les assujettis soient tenus d'informer la FINMA s'ils soupçonnent un abus de marché (notamment par des clients). Dans d'autres juridictions dont l'UE, on sait d'expérience que ces communications de soupçons émanant des assujettis (*suspicious transactions and order reports*, STOR) constituent une source déterminante pour identifier les abus de marché. Cette obligation pourrait diminuer les risques juridiques des établissements déclarants.

Enfin, comme dans l'UE et aux États-Unis, les participants à une plate-forme de négociation ou à un système de négociation fondé sur la TRD devraient être tenus en Suisse de fournir des informations sur le client/donneur d'ordre dès la saisie de l'ordre (sous la forme d'un code abrégé). Sans ces indications fournies dès l'enregistrement d'un ordre, l'organe de surveillance de la négociation ne pourrait guère identifier les manipulations de marché basées sur des transactions. Lors de la mise en œuvre concrète, il faudrait veiller à ce que la charge correspondante soit aussi faible que possible pour les personnes soumises à l'obligation de déclarer.

**Besoin d'action:** un organe centralisé de surveillance de la négociation et, partant, un organe centralisé des déclarations doivent être créés en Suisse avec la participation des plates-formes de négociation existantes. En outre, les problèmes liés à l'obligation de déclarer qui ont été identifiés dans la pratique devraient être résolus, tous les assujettis devraient être tenus d'informer la FINMA en cas de soupçon d'abus de marché, et les participants à une plate-forme de négociation ou à un système de négociation fondé sur la TRD doivent avoir l'obligation de saisir des informations sur le client/donneur d'ordre dès la passation de l'ordre.

### 4.3.3. Autres modifications et examens proposés

Concernant les dispositions sur l'abus de marché, les modifications ou examens ci-après paraissent également judicieux en matière de droit pénal:

- **Inscription des manipulations de marché basées sur des transactions dans le droit pénal:** dans la pratique, près de 90 pourcent des manipulations de marché identifiées par la FINMA sont basées sur des transactions. Or, ce type de manipulation ne relève pas de l'interdiction pénale des manipulations de cours. Il convient donc de remédier à cette situation inappropriée.
- **Abrogation des catégories d'initiés dans le délit d'initiés:** la norme pénale sur les opérations d'initiés opère une distinction entre trois catégories d'initiés (initiés primaires, initiés secondaires et initiés tertiaires). Le cadre pénal progresse en fonction de la proximité de l'initié avec l'entreprise concernée. Contraire au principe du bien juridiquement protégé, cette progressivité est obsolète en raison des progrès technologiques et se traduit dans la pratique par des résultats choquants. Il conviendrait donc de supprimer cette distinction entre les catégories d'initiés.
- **Examen des obstacles à la qualification:** conformément aux recommandations du Groupe d'action financière, les infractions pénales qualifiées d'opérations d'initiés et de manipulations de cours, qui sont considérées comme des crimes, ont été créées en 2013. La réalisation d'un avantage pécuniaire d'au moins 1 million de francs constitue l'élément qualifiant. Compte tenu des expériences pratiques, il faudrait examiner si un autre élément qualifiant plus approprié pourrait remplacer ce seuil.
- **Utilisation possible de GovWare:** de nos jours, les informations sont échangées principalement via des canaux numériques et sous une forme cryptée, de sorte que le Ministère public de la Confédération est tributaire de programmes informatiques spécifiques pour surveiller les télécommunications (GovWare) et pouvoir ainsi réprimer les comportements abusifs sur le marché. Une modification du code de procédure pénale (CPP; RS 312) devrait garantir l'utilisation de ces logiciels.

## 5. Autres enseignements

### 5.1. Compétences législatives de la FINMA

Par arrêté du 31 octobre 2018, le Conseil fédéral a demandé au DFF d'examiner dans le cadre des projets de réforme correspondants les normes de délégation en faveur de la FINMA qui figurent dans les lois et les ordonnances sur les marchés financiers, et de proposer les modifications qui s'imposent. Celles-ci seront traitées lors des projets de réforme en cours ou à venir et soumises au Conseil fédéral ou au Parlement en temps opportun. Par ailleurs, selon la disposition transitoire (art. 16) de l'ordonnance relative à la loi sur la surveillance des marchés financiers (RS 956.11), qui est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> février 2020, la FINMA vérifie dans les cinq ans suivant l'entrée en vigueur de cette ordonnance que ses réglementations sont adaptées à la hiérarchie des normes et procède aux modifications nécessaires qui relèvent de sa compétence. L'examen correspondant de la LIMF effectué par le DFF a révélé que les délégations législatives inscrites dans cette loi et dans l'OIMF sont appropriées et que l'OIMF-FINMA et les circulaires de la FINMA 2008/4 «Journal des valeurs mobilières», 2018/1 «Systèmes organisés de négociation», 2018/2 «Obligation de déclarer les opérations sur valeurs mobilières» et 2013/8 «Règles de conduite sur le marché» répondaient aux obligations de la LFINMA et de l'OFINMA. Il paraît opportun de ne préciser que quelques normes de délégation (en particulier, abrogation des délégations en blanc) ou d'inscrire certaines dispositions à un niveau supérieur, telles que l'obligation des bourses de mettre en place une

instance pour la publicité des participations et de définir ses tâches et ses compétences ou, dans la mesure du possible, le contenu des déclarations des participants à une plate-forme de négociation (déclarations des transactions).

## 5.2. Divers

Au cours du présent examen, d'autres champs d'action plus généraux ont été identifiés sous l'angle d'une révision de la LIMF.

- **Équivalence:** suivi des travaux en cours dans l'UE (p. ex. examen MiFID II/MiFIR). Proposition d'un remaniement du cadre réglementaire suisse fondé sur les développements dans l'UE si cela est jugé utile.
- **Examen des FinTech:** prendre en considération les relations entre l'examen des FinTech et celui de la LIMF, en particulier dans le domaine des paiements.
- **Réglementation du *benchmark*:** à la fin de 2021, le SARON a remplacé le LIBOR comme nouveau taux d'intérêt de référence en Suisse. À l'heure actuelle, la création d'une nouvelle réglementation dans ce domaine ne paraît pas nécessaire. Il convient néanmoins de suivre les développements.
- **Ventes à découvert:** il convient d'évaluer si une réglementation plus stricte est nécessaire pour limiter les risques liés aux ventes à découvert.
- **Application du droit par les autorités de surveillance:** selon leur importance et leur nature, les dispositions législatives doivent être édictées dans une loi ou une ordonnance, conformément à la procédure prévue à cet effet. Les autorités peuvent néanmoins instaurer de manière informelle la transparence sur leur application du droit, comme en témoignent notamment les circulaires de l'Administration fédérale des contributions et de la FINMA. La BNS a également la compétence de préciser son application du droit dans des circulaires ou des outils similaires.
- **Droit des offres publiques d'acquisition:** enfin, il convient de noter que la Commission parlementaire de l'économie et des redevances du Conseil national propose une modification de la LIMF<sup>7</sup>. Motivée par l'initiative parlementaire Vogt 18.489, cette modification vise à qualifier d'infraction pénale la violation de l'obligation de publier un prospectus ou une annonce préalable de l'offre contenant des informations exactes et complètes. Ce projet réglementaire est examiné parallèlement à l'évaluation de la LIMF.

## 6. Conclusion et prochaines étapes

La présente évaluation montre que la LIMF a démontré son efficacité, même si un certain nombre d'actions requises ont été identifiées dans les trois parties principales de la LIMF. Celle-ci pourrait en effet bénéficier de simplifications, d'ajouts et de consolidations, voire d'une modernisation des parties reprises de la LBVM. Les principaux changements proposés portent notamment sur les points suivants:

- **Infrastructure des marchés financiers:** consolider la stabilité des IMF en instaurant de nouvelles exigences spécifiques, procéder à des simplifications pertinentes afin de diminuer les coûts, et accroître la sécurité juridique.

---

<sup>7</sup> Cf. [communiqué](#) du 16 mai 2022.

- **Négoce de produits dérivés:** renforcer l'utilité de l'obligation de déclarer les opérations sur dérivés et procéder à un allègement en libérant les NFC- de cette obligation.
- **Droit sur la publicité des participations, sur les offres publiques d'acquisition et sur les abus de marché:** simplifier le droit de la publicité des participations, réglementer par l'État les obligations des émetteurs, essentielles pour l'intégrité du marché, et moderniser le système de surveillance et de déclaration des transactions.

**La mise en œuvre de ces recommandations nécessite l'élaboration d'un projet de loi visant à adapter la LIMF.** Sur la base de ce rapport, le DFF soumettra ses conclusions et recommandations au Conseil fédéral.

## 7. Annexes

### 7.1. Aperçu des besoins d'action identifiés

Thème		Action requise
<b>IMF</b>		
1.	Systèmes de paiement (art. 4, al. 2, LIMF)	Introduction d'un seuil quantitatif au-dessus duquel une autorisation en tant que système de paiement serait obligatoire et au-dessous duquel aucune exigence de la LIMF ne serait applicable.
2.	Externalisation et instruments de surveillance (art. 11 LIMF)	Introduction de dispositions analogues à celles de l'art. 47 LSA et de l'art. 23bis LB dans le droit de l'infrastructure des marchés financiers (obligation de renseigner et d'annoncer, audits).
3.	Définition de l'importance systémique (art. 22 LIMF)	Modification des conditions qualifiant une IMF d'infrastructure d'importance systémique.
4.	Exigences spéciales pour les IMF d'importance systémique (art. 23 LIMF)	Mise en place de fonds <i>gone concern</i> destinés à absorber les pertes pour les IMF d'importance systémique, comme dans le droit bancaire et les normes internationales (parfois en cours d'élaboration), en tenant compte des risques de la catégorie (contreparties centrales, dépositaires centraux, systèmes de paiement) et de ceux de l'IMF proprement dite (p. ex. contrepartie centrale qui compense des dérivés).
5.		Permettre à la FINMA d'appliquer aux IMF suisses d'importance systémique à l'étranger les exigences posées aux IMF suisses d'importance systémique en Suisse.
6.	Plan de stabilisation et plan de liquidation (art. 24 LIMF)	Indication explicite que la FINMA et la BNS tiennent compte des normes internationales dans le plan de stabilisation et le plan de liquidation inhérents à la législation suisse, comme cela figure déjà expressément dans les exigences spéciales (art. 23, al. 2, LIMF).
7.		Précision de l'étendue du plan de stabilisation (art. 24, al. 1, LIMF), qui renvoie à l'activité commerciale et, en particulier, aux processus opérationnels d'importance systémique.
8.		Abrogation de l'art. 21 OIMF sous sa forme actuelle.

Thème		Action requise
9.		Définition, dans l'OIMF, de la structure générale et du contenu minimal du plan de stabilisation, sur la base de principes.
10.		Base légale explicite en vue de tests réguliers du plan de stabilisation, conformément aux normes internationales.
11.		Indication que les IMF d'importance systémique doivent présenter l'acquisition de fonds propres supplémentaires (voir art. 48, al. 5, OIMF) dans le cadre du plan de stabilisation (correspond à la pratique en vigueur).
12.	<i>Dark trading</i> (art. 29 LIMF)	Suivi attentif des développements internationaux, en particulier au Royaume-Uni et dans l'UE.
13.		Évaluation de la pertinence de l'introduction d'une obligation de transparence pour les ETF et les ETP.
14.	Reconnaissance de plates-formes de négociation étrangères (art. 41 LIMF)	Simplification de l'obligation de reconnaissance des plates-formes de négociation ayant leur siège à l'étranger.
15.	Systèmes organisés de négociation (art. 42 et 43 LIMF)	Précision de la qualification des plates-formes CFD et FX en tant que systèmes organisés de négociation.
16.		Établissement d'une liste de systèmes organisés de négociation au niveau de la FINMA.
17.	Distinction entre un dépositaire central et un organe dépositaire (art. 61 LIMF)	Modification du cadre réglementaire afin de clarifier dans quelles situations un dépositaire devrait obtenir une autorisation en tant que dépositaire central au sens de la LIMF.
18.	Obligations des systèmes de paiement (art. 81 ss LIMF)	Transposition des dispositions les plus importantes des art. 66 à 70 OIMF dans la LIMF.
19.		Assujettissement des banques exploitant un système de paiement aux exigences de la LIMF applicables aux systèmes de paiement.
20.		Introduction de nouvelles exigences dans le domaine de l'admission, de l'exclusion et de la défaillance d'un participant.
21.		Suivi attentif des développements liés aux <i>stablecoins</i> au niveau multilatéral et dans les juridictions pertinentes.
22.	Plan de liquidation (art. 86 LIMF / art. 72 OIMF)	Inscription dans la loi des dispositions sur le plan de liquidation établi à titre préventif ( <i>orderly wind down plan</i> ).
23.		Exigence d'un plan de liquidation <i>light</i> établi à titre préventif (plan sommaire) pour les contreparties centrales et les dépositaires centraux sans importance systémique et pour les systèmes de paiement soumis à autorisation.

Thème		Action requise
24.		Définition, dans l'OIMF, de la structure générale et du contenu minimal du plan de liquidation établi à titre préventif, sur la base de principes.
25.		Mention explicite dans la loi de l'approbation par la FINMA du plan de liquidation établi à titre préventif par les IMF d'importance systémique et de la mise à jour régulière de ce plan, la BNS devant être consultée (correspond à la pratique en vigueur).
26.		Indication que les IMF d'importance systémique doivent détenir, en plus du plan de liquidation, des fonds propres suffisants pour liquider l'ensemble de l'IMF. En d'autres termes, les processus sans importance systémique doivent être pris en compte de telle sorte qu'ils ne sollicitent pas de ressources qui seraient nécessaires à la liquidation des processus d'importance systémique (correspond à la pratique en vigueur).
27.	Insolvabilité (art. 88 ss LIMF en relation avec les art. 24 ss LB)	La FINMA devrait avoir compétence, après consultation de la BNS, pour <ul style="list-style-type: none"> <li>- ordonner la mise en œuvre du plan de stabilisation lorsque les conditions des mesures visées à l'art. 25 LB sont réunies ou lorsque cela est autrement nécessaire pour des motifs liés à la stabilité financière; et</li> <li>- interdire entièrement ou partiellement l'exécution du plan de stabilisation si elle compromettrait sensiblement la stabilité financière.</li> </ul>
28.		Élaboration d'outils spécifiques pour liquider des contreparties centrales (appels de liquidité aux fins de liquidation, <i>tear up</i> et affectation obligatoire, notamment).
29.		Modification de la hiérarchie des créanciers pour tenir compte des défis spécifiques à la liquidation des IMF et pouvoir utiliser judicieusement les outils de liquidation existants (p. ex. <i>variation margin gains haircutting</i> , possibilité d'exclure les marges initiales [ <i>initial margins</i> ] de la réduction des créances).
30.	Trading algorithmique et négociation à haute fréquence	Si possible, définition du trading algorithmique et de la négociation à haute fréquence, et précision de l'obligation de désignation applicable aux participants (désignation unique et durable des algorithmes; art. 31 OIMF).
<b>Négociation de dérivés</b>		
31.	Obligation de déclarer les opérations sur dérivés (art. 104 LIMF)	Renforcer l'utilité de l'obligation de déclarer les opérations sur dérivés auprès de TRs, en améliorant a) la qualité des déclarations (remanier et harmoniser les descriptions relatives au contenu des déclarations pour s'aligner et s'appuyer davantage sur les normes techniques internationales telles que la LEI, l'UTI, l'UPI et autres CDE), b) l'accès des autorités aux données collectées par les TRs (évaluer comment l'accès réciproque aux données des TRs entre les autorités nationales et étrangères pourrait être amélioré) et c) l'utilisation des données collectées pour la surveillance des marchés.

Thème		Action requise
32.	Allègements des obligations pour les NFC-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Proposer l'abrogation de l'obligation de déclarer pour les NFC-.</li> <li>- Réévaluer la méthode de calcul qualifiant une NFC de petite, en s'alignant sur les simplifications réglementaires prévues dans l'EMIR Refit.</li> </ul>
33.	Opérations transfrontalières et classification de la contrepartie	Clarifier, voire réviser les dispositions relatives à l'exécution des obligations découlant du droit étranger et des transactions transfrontalières, notamment en ce qui concerne la classification des contreparties étrangères.
34.	Champ d'application pour les FC et NFC	Intégrer dans l'art. 93 LIMF (champ d'application) la déclaration d'une contrepartie concernant sa classification.
35.	Obligation concernant la déclaration à un TR	Supprimer la phrase subordonnée «qui transitent par une plate-forme de négociation ou un système organisé de négociation» à l'art. 92, al. 2, OIMF.
36.	Évaluation des opérations en cours et réduction des risques	Préciser la formulation de l'art. 109, al. 2, LIMF en ce sens que les grandes contreparties ne sont pas concernées par l'exception relative à l'évaluation des opérations en cours.
37.	Documentation et audit (art. 116 et 117 LIMF)	<p>Examiner la possibilité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- d'aligner les obligations en matière d'audit et de documentation sur les pratiques d'autres juridictions en tenant compte des risques;</li> <li>- de simplifier la documentation requise des NFC ne souhaitant pas faire la négociation de dérivés.</li> </ul>
38.	Réglementation des dérivés sur les droits d'émission de CO <sub>2</sub>	[tbd]
<b>Droit sur la publicité des participations</b>		
39.	Obligation de déclarer	Examen de l'extension du champ d'application aux titres de participation des sociétés qui sont cotées sur un système de négociation fondé sur la TRD (art. 120, al. 1, LIMF).
40.		Abrogation du seuil de déclaration de 3 % (art. 120, al. 1, LIMF).
41.		Transfert dans l'OIMF-FINMA de la pratique des instances pour la publicité des participations en matière d'augmentations de capital, lors de reprises fermes et de groupes de blocage.

Thème		Action requise
42.	Architecture prudentielle	Architecture prudentielle plus efficace: obligation des instances boursières pour la publicité des participations de veiller directement au rétablissement de l'ordre légal en cas de violation de l'obligation de déclarer et de déposer directement une plainte pénale auprès du DFF. Pour accomplir ces tâches, il serait judicieux que ces instances disposent d'un droit d'accès vis-à-vis des personnes soumises à l'obligation de déclarer.
43.		Inscription dans la LIMF, au lieu de l'OIMF-FINMA, de l'obligation des bourses de mettre en place une instance pour la publicité des participations et de définir ses tâches et ses compétences.
44.		Prise de mesures pour garantir une meilleure coordination des pratiques des différentes instances pour la publicité des participations (p. ex. possibilité simplifiée d'externaliser ces instances, réglementation analogue à l'art. 72, al. 2, let. c, et al. 5, de l'ordonnance sur les services financiers [OSFin], échanges informels).
45.	Publication de la déclaration	Examen de la possibilité d'une future saisie ou publication des déclarations directement sur les plates-formes des instances pour la publicité des participations par les personnes soumises à l'obligation de déclarer.
46.	Correspondance	Abrogation de la possibilité de transmettre des déclarations et des données par télécopie (art. 8 OIMF-FINMA).
47.	Instruments prudentiels vis-à-vis des non-assujettis	Introduction de l'instrument prudentiel du rétablissement de l'ordre légal vis-à-vis des non-assujettis et, partant, possibilité d'une exécution par substitution (art. 145 LIMF).
48.	Disposition pénale en cas de violation de l'obligation de déclarer	Punissabilité limitée aux violations significatives de l'obligation de déclarer (art. 151 LIMF).
49.		Examen de la nécessité et de la possibilité d'infliger à une entreprise une amende pénale pour lacunes organisationnelles qui dépasserait le cadre strict de l'art. 49 LFINMA (amende substitutive ne dépassant pas 50 000 francs) en cas de violation de l'obligation de déclarer.

<b>Droit des offres publiques d'acquisition</b>		
50.	Champ d'application	Examen de l'extension du champ d'application aux sociétés dont les titres de participation sont cotés sur un système de négociation fondé sur la TRD (art. 125 LIMF).
51.	Domicile de notification	Examen d'une obligation de désigner un domicile de notification en Suisse pour les actionnaires étrangers des entreprises visées.
52.	Coûts de la Commission des offres publiques d'acquisition	Examen de l'adéquation des taux en vigueur pour les émoluments (art. 116 s. OIMF).
53.	Obligation de déclarer	Possibilité de consulter les obligations de déclarer visées aux art. 120 ss et 134 LIMF à un endroit unique centralisé.
54.		Abrogation du seuil de déclaration de 3 % (art. 134 LIMF).
55.	Publication des décisions sur recours de la FINMA	Création d'une base légale pour la publication des décisions sur recours de la FINMA en matière d'offres publiques d'acquisition (comme à l'art. 138, al. 1, LIMF).
56.	Correspondance	Abrogation de la possibilité de déposer des recours et autres demandes par télécopie dans la correspondance avec la Commission des offres publiques d'acquisition (art. 139, al. 5, LIMF et art. 8 OIMF-FINMA).
57.	Violation de l'obligation de présenter une offre	Examen de la nécessité et de la possibilité d'infliger à une entreprise qui enfreint l'obligation de présenter une offre une amende pénale pour lacunes organisationnelles qui dépasserait le cadre strict de l'art. 49 LFINMA (amende substitutive ne dépassant pas 50 000 francs; art. 152 LIMF).
<b>Abus de marché</b>		
58.	Obligations des émetteurs	Introduction d'une obligation légale de tenir des listes d'initiés pour les émetteurs et réglementation nationale des obligations de publicité <i>ad hoc</i> et de publication des opérations de la direction.
59.		Indication dans la LIMF que les bourses doivent remettre à la FINMA des informations relatives aux émetteurs dans le cadre d'enquêtes sur un abus de marché.
60.		Indication que les émetteurs et leurs mandataires sont tenus de fournir des renseignements à la FINMA.

61.	Surveillance de la négociation et système de déclaration	Centralisation des organes de surveillance de la négociation existants et, partant, des organes des déclarations. Dans le cadre de travaux ultérieurs, il faudrait examiner précisément la mise en œuvre de cette centralisation en s'efforçant de conserver autant que possible les structures existantes.
62.		Amélioration de la mise en œuvre de l'obligation de déclarer (déclaration des transactions; art. 39 LIMF / 51 LEFin). Mesures actuellement débattues: <ul style="list-style-type: none"> <li>- sensibiliser davantage les personnes soumises à l'obligation de déclarer en vue d'une déclaration conforme;</li> <li>- punir la violation par négligence de l'obligation de déclarer;</li> <li>- renforcer la thématique dans l'audit prudentiel;</li> <li>- recenser les incertitudes juridiques et les prescriptions relatives à l'obligation de déclarer qui se traduisent par des résultats choquants dans la pratique. Mesures actuellement débattues: <ul style="list-style-type: none"> <li>• exemption de l'obligation de déclarer visée à l'art. 37, al. 4, let. b, OIMF étendue à toutes les opérations sur des valeurs mobilières étrangères et les dérivés en découlant qui sont exécutées sur une plate-forme de négociation étrangère;</li> <li>• abrogation de la possibilité de déclarer les opérations sur dérivés qui ne sont pas soumises à une obligation correspondante (circulaire 2018/2 de la FINMA, ch. marginal 17);</li> <li>• reprise de la pratique des organismes d'autorégulation sur les structures particulières (communautés d'héritiers, propriétaires par étage, etc.) dans la circulaire 2018/2 de la FINMA.</li> </ul> </li> </ul>
63.		Introduction d'une obligation, pour les participants à une plate-forme de négociation ou à un système de négociation fondé sur la TRD, de saisir des informations sur le client/donneur d'ordre dès la passation de l'ordre.
64.		Introduction d'une obligation pour les assujettis d'informer la FINMA lorsqu'ils soupçonnent un abus de marché.
65.	Infractions pénales des opérations d'initiés et de la manipulation de cours	Abrogation des catégories d'initiés dans l'infraction correspondante (art. 154 LIMF).
66.		Inscription dans le code pénal des manipulations de marché basées sur des transactions (art. 155 LIMF).
67.		Examen des obstacles à la qualification (art. 154, al. 2, et 155, al. 2, LIMF).
<b>Autres actions requises</b>		
68.	Équivalence	Suivi des travaux en cours dans l'UE (p. ex. examen de la MiFID II/du MiFIR). Proposition d'adaptation du cadre réglementaire suisse en fonction des développements dans l'UE, si jugée utile.
69.	Examen FinTech	Prendre en considération les relations entre l'examen des FinTech et celui de la LIMF, en particulier dans le cadre du domaine des paiements.

70.	Réglementation du <i>benchmark</i>	Suivre les développements.
71.	Ventes à découvert	Évaluer si une réglementation plus stricte est nécessaire pour limiter les risques liés aux ventes à découvert.
72.	Application du droit par les autorités de surveillance	Indiquer clairement que la BNS a elle aussi compétence pour préciser son application du droit dans des circulaires ou des outils similaires.
<b>Modification d'autres actes</b>		
73.	LB	Examen de la possibilité d'une obligation de déclaration ultérieure moins contraignante en cas de modification des informations (art. 16, al. 2, OIMF-FINMA).
74.		Transfert du contenu de l'art. 92 LIMF dans la LB.
75.	CO	Concrétisation de l'obligation de déclarer des participations dans des placements collectifs de capitaux (art. 18 OIMF-FINMA).
76.	CPP	Possibilité d'utiliser des programmes informatiques particuliers pour surveiller les télécommunications (art. 286, al. 2, CPP).

## 7.2. Liste des abréviations

al.	alinéa
art.	article
BNS	Banque nationale suisse
CC	contreparties centrales
CDE	éléments de données critiques
CFD	<i>contracts for difference</i> , contrat pour différence
CO	code des obligations (RS 220)
CPMI	Comité des paiements et des infrastructures de marché
CPP	code de procédure pénale (RS 312.0)
CSF	Conseil de stabilité financière
DDF	Département fédéral des finances
EICom	Commission fédérale de l'électricité
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
ETF	<i>exchange traded funds</i> , fonds négociables en bourse
ETP	<i>exchange traded product</i> , produits négociables en bourse
FATCA	<i>Foreign Account Tax Compliance Act</i>
FC	<i>financial counterparty</i> , contrepartie financière
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
FX	<i>foreign exchange</i> , marché des changes
IMF	Infrastructure des marchés financiers
IOSCO	Organisation internationale des commissions de valeurs
LB	loi sur les banques (RS 952)
LBVM	loi sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (RS 954.1)
LEFin	loi fédérale sur les établissements financiers (RS 954.1)
LEI	<i>legal entity identifier</i> , numéro d'identification d'entité juridique
LFINMA	loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (RS 956.1)
LIMF	loi sur l'infrastructure des marchés financiers (RS 958.1)
LSFin	loi fédérale sur les services financiers (RS 950.1)
LTI	loi fédérale sur les titres intermédiés (RS 957.1)
MAD	<i>Market Abuse Directive</i>

MAR	<i>Market Abuse Regulation</i>
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
MiFiR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>
NFC(-)	<i>(small) non financial counterparty</i> , (petite) contrepartie non financière
OBN	ordonnance relative à la loi fédérale sur la Banque nationale suisse (RS 951.131)
OFINMA	ordonnance relative à la loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (RS 956.11)
OFR	ordonnance sur les fonds propres (RS 952.03)
OIMF	ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers (RS 958.11)
OTC	<i>over-the-counter</i> , de gré à gré
PFMI	<i>Principles for Financial Market Infrastructures</i>
ROC	<i>Regulatory Oversight Committee</i>
SFI	Secrétariat d'État aux questions financières internationales
SIC	SIX Interbank Clearing
Ss	suivant(e)s
TR	<i>trade repository</i> , référentiel central
TRD	technologie des registres distribués
UE	Union européenne
UPI	<i>unique product identifier</i> , identifiant unique de produit
UTI	<i>unique transaction identifier</i> , identifiant unique de transaction