

Delphine Meylan / Ariel Ben Hattar\*

# Le concept de dérivé dans la LIMF

## Les contours flous d'une notion au cœur de la réglementation financière

### Table des matières

- I. Introduction
- II. Les contours de la définition de dérivé dans la LIMF
  1. La définition générale et son importance
  2. Les opérations sur dérivés exclues du champ d'application de la notion de dérivé
    - 2.1 Les opérations de caisse
    - 2.2 Dérivés portant sur l'électricité et le gaz
    - 2.3 Dérivés portant sur des variables climatiques, des tarifs de fret, des taux d'inflation et d'autres statistiques économiques officielles
    - 2.4 Les autres exceptions?
  3. Les opérations sur dérivés exclues du chapitre 1 du titre 3 de la LIMF
    - 3.1 Les dérivés exclus de toutes les obligations découlant des art. 93 à 117 LIMF
    - 3.2 Les dérivés exclus d'une partie des obligations découlant des art. 93 à 117 LIMF
  4. La notion de dérivé dans le régime de l'obligation de déclarer des participants et négociants
  5. Les « dérivés de participation » au sens du droit de la publicité des participations et du droit des offres publiques d'acquisition
    - 5.1 La publicité des participations (art. 120 ss LIMF)
    - 5.2 Les offres publiques d'acquisition (art. 125 ss LIMF)
- III. Conclusion

## I. Introduction

Depuis la crise financière de 2008, les dérivés sont au centre de l'attention des régulateurs financiers. En droit suisse, ils font l'objet d'une réglementation nouvelle ou dont le champ d'application s'est étendu récemment, et dont les fondements se trouvent dans la LIMF<sup>1</sup>. Certaines de ces règles créent la base d'une surveillance prudentielle des opérations sur dérivés de gré à gré et concrétisent ainsi les engagements du G20 pris en 2009<sup>2</sup>. La LIMF ne contient

cependant pas uniquement des règles sur le négoce des dérivés (art. 93 ss LIMF) à proprement parler. Les dispositions sur les plateformes de négociation (art. 26 ss LIMF), la publicité des participations (art. 120 ss LIMF) ou encore les offres publiques d'acquisition (art. 125 ss LIMF) sont également regroupées dans la LIMF. Ces dispositions s'appuient – pour l'essentiel – sur une notion unique de dérivé, définie à l'art. 2 let. c LIMF. Cette définition est cependant à ce point large que le législateur a cherché à en délimiter les contours et, parfois, à en restreindre la portée. Cette volonté n'a toutefois pas été concrétisée de manière uniforme. Cela a pour conséquence que (malgré les apparences) les dérivés qui doivent être déclarés selon les dispositions sur la négociation des dérivés (art. 93 ss LIMF) ne sont pas forcément les mêmes que ceux qui doivent être déclarés dans le régime de la publicité des participations (art. 120 ss LIMF), ou par les participants à des plateformes de négociation en vertu de l'art. 39 LIMF.

Cette contribution examine les contours et nuances de la définition de l'art. 2 let. c LIMF dans les principaux domaines dans lesquels elle est utilisée.

## II. Les contours de la définition de dérivé dans la LIMF

### 1. La définition générale et son importance

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016, les dérivés sont définis à l'art. 2 let. c LIMF comme des « *contrats financiers dont la valeur fluctue en fonction d'un ou de plusieurs actifs sous-jacents et qui ne sont pas des opérations de caisse* ». Par contrats financiers, il faut entendre notamment les contrats de swaps, les options et les opérations à terme<sup>3</sup>, mais aussi les produits structurés, sans égard au fait que ces contrats soient réglés par la livraison de l'actif sous-jacent ou par un paiement en espèces. L'art. 2. al. 2 OIMF<sup>4</sup> indique (sans

\* Delphine Meylan, LL.M. et Ariel Ben Hattar, tous deux avocats, Lenz & Staehelin, Genève.

<sup>1</sup> Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés, du 19 juin 2015 (« LIMF »).

<sup>2</sup> Message du Conseil fédéral concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers, du 3 septembre 2014, FF 2014, p. 7235 ss (« Message LIMF »), p. 7249 et 7251. Au sujet du sommet du G20

de 2009, voir <https://www.oecd.org/g20/summits/pittsburgh/> (lien consulté pour la dernière fois le 22 mai 2018).

<sup>3</sup> Message LIMF, p. 7266.

<sup>4</sup> Ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers du 25 novembre 2015 (« OIMF »).

faire d'énumération exhaustive) que les actifs sous-jacents peuvent être des actions, des obligations, des matières premières, des instruments de taux et des devises. Il n'est pas nécessaire que ces actifs sous-jacents soient négociés sur un marché organisé ou que des prix soient régulièrement publiés pour ceux-ci. En outre, la valeur d'un dérivé peut fluctuer non seulement en raison du prix de l'actif sous-jacent, mais aussi en fonction de son volume<sup>5</sup>.

Cette définition est similaire à celle qui figurait auparavant à l'art. 5 aOBVM<sup>6</sup>. Elle a, dans la réglementation des marchés financiers, une portée considérable, les conséquences de la qualification d'un produit comme « dérivé » étant nombreuses.

- Les transactions sur dérivés soumis aux règles sur la *négociation des dérivés* du chapitre 1 du titre 3 de la LIMF (i.e. les art. 93 à 117 LIMF) peuvent devoir être déclarées, faire l'objet de mesures de réduction des risques ou encore devoir être compensées à travers une contrepartie centrale. En outre, l'art. 113 OIMF oblige désormais toutes les entreprises (au sens de l'art. 77 OIMF) à choisir entre documenter par écrit qu'elles ne négocient pas de dérivés (opting-out) et adopter des procédures qui décrivent comment elles respectent les obligations des art. 93 à 117 LIMF<sup>7</sup>.
- Un dérivé peut être qualifié de *valeur mobilière* s'il est standardisé et susceptible d'être diffusé en grand nombre<sup>8</sup>. En pareil cas, le négoce et l'émission du dérivé peuvent nécessiter une autorisation en tant que *négociant* en valeurs mobilières selon la LBVM<sup>9</sup>. L'exploitation d'une plateforme sur laquelle des dérivés qualifiés de valeurs mobilières peut également entraîner l'obligation de disposer d'une autorisation d'exploiter une *plateforme de négociation*<sup>10</sup>.
- Les transactions sur dérivés peuvent également être sujettes à l'obligation de *déclarer les transactions* faites aux négociants en valeurs mobilières et aux participants aux plateformes de négociation conformément à l'art. 15 al. 2 LBVM et à l'art. 39 al. 1 LIMF.

- Les dérivés peuvent également être des *dérivés de participation* au sens de l'art. 15 OIMF-FINMA<sup>11</sup>, lesquels sont susceptibles d'être déclarés en vertu des règles sur la publicité des participations (art. 120 ss LIMF). Enfin, l'acquisition de dérivés de participation est soumise à certaines règles sur les offres publiques d'acquisitions (art. 125 ss LIMF) et certains dérivés ont parfois été qualifiés de *titres de participation* selon ces règles.

## 2. Les opérations sur dérivés exclues du champ d'application de la notion de dérivé

Le texte de la LIMF suggère que seules les opérations de caisse (mentionnées à l'art. 2 let. c LIMF) sont exclues du champ d'application de la notion de dérivé. L'art. 2 al. 3 OIMF détaille ce qu'il faut entendre par opérations de caisse et élargit le cercle des produits qui ne sont pas considérés comme des dérivés.

### 2.1 Les opérations de caisse

En vertu de l'art. 2 al. 3 let. a OIMF, les opérations de caisse sont exclues de la notion de dérivé. Ces opérations sont définies à l'art. 2 al. 4 OIMF comme « *les opérations qui sont réglées immédiatement ou dans les deux jours ouvrés à compter de l'échéance du délai de règlement suspendu* ». La formulation choisie par le législateur n'est pas limpide. Il faut cependant en déduire que sont toujours des opérations de caisse celles qui sont réglées immédiatement, i.e. en temps réel ou au plus tard dans les deux jours suivant leur conclusion<sup>12</sup>. Les achats et ventes de valeurs mobilières sur le marché boursier constituent donc en principe des opérations de caisse.

L'art. 2 al. 4 OIMF assimile aux opérations de caisse plusieurs types d'opérations. Il s'agit en premier lieu des opérations spot sur devises qui (selon les usages en vigueur pour les devises concernées) sont réglées dans un délai excédant deux jours ouvrés ne constituent pas pour autant des dérivés (art. 2 al. 4 let. a OIMF). Il en va de même des achats et ventes de valeurs mobilières qui sont réglés dans un délai plus long que deux jours ouvrés (art. 2 let. b OIMF).

Sont également considérées comme des obligations de caisse « *les opérations sur dérivés qui sont régulièrement prolongées sans qu'une obligation légale existe ou qu'une prolongation entre les parties soit usuelle à cet égard* » (art. 2 al. 4 let. c OIMF). Selon le Conseil fédéral, cela vise

<sup>5</sup> Message LIMF, p. 7266.

<sup>6</sup> Ordonnance sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996, dans sa version en vigueur au 31 décembre 2015 (« *aOBVM* »). SETHE *et al.* (éd.), Schulthess Kommentar zum Finanzinfrastrukturgesetz, Zurich 2017 (cité « *SK-FinfraG* »), KRAMER/FAVRE, N 1 ad art. 2 let. c LIMF.

<sup>7</sup> L'art. 114 OIMF imposant cependant aux réviseurs de vérifier son respect, elle a, en pratique, gagné en importance.

<sup>8</sup> Voir art. 2 al. 1 OIMF.

<sup>9</sup> Loi sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (« *LBVM* »). Voir à ce sujet l'arrêt B-3684/2015 du Tribunal administratif fédéral (TAF), du 25 janvier 2017, publié aux ATAF 2017 IV/1, consid. 11.

<sup>10</sup> Art. 26 LIMF. Si le dérivé n'est pas une valeur mobilière, il pourra être qualifié d'« *instrument financier* » au sens de l'art. 42 LIMF. La plateforme sur laquelle il est négocié peut donc être tenue de satisfaire aux conditions de la LIMF concernant l'exploitation des systèmes organisés de négociation.

<sup>11</sup> Ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 décembre 2015 (« *OIMF-FINMA* »).

<sup>12</sup> Sur le règlement immédiat, i.e. en temps réel (*real time settlement*) et le règlement différé intervenant à un moment précis (*deferred settlement*), v. LINNEMANN BECH/SHIMIZU/WONG, The quest for speed in payments, in: BIS Quarterly Review, mars 2017, p. 59.

notamment les opérations dites « *rolling-spot* »<sup>13</sup>. Ces opérations sont, en substance, des opérations spot (en particulier sur devises et métaux précieux) dans le cadre desquelles les parties s'accordent la possibilité de renoncer à la livraison en remplaçant – par un « *roll-over swap* » – une première opération spot par une autre opération spot avec une date valeur ultérieure. À notre sens, l'exclusion des « *rolling-spots* » de la définition des dérivés implique également d'en exclure les « *roll-over swaps* », qui font partie intégrante des opérations « *rolling-spot* ». La version mise en consultation de l'art. 2 al. 4 let. c OIMF ne contenait pas de référence à une prolongation « *usuelle* » entre les parties comme critère permettant de conclure à l'existence d'un dérivé au sens de l'art. 2 let. c LIMF. On pourrait croire que cet ajout, intervenu à la suite de la procédure de consultation, consacre un changement d'approche du législateur et conduit à exclure les opérations « *rolling-spot* » des opérations assimilées à des opérations de caisse. Les opérations « *rolling-spot* » sont en effet conçues pour pouvoir être prolongées (et le sont bien souvent sur une durée de quelques jours, voire plus). Si la portée de la référence aux prolongations « *usuelles* » n'est pas claire, elle n'a néanmoins pas pour conséquence d'inclure les opérations « *rolling-spot* » dans le champ des dérivés. Dans la version de son rapport explicatif sur l'OIMF publié après la consultation, le Conseil fédéral a en effet confirmé que ces opérations étaient explicitement visées à l'art. 2 al. 4 let. c OIMF<sup>14</sup>.

## 2.2 Dérivés portant sur l'électricité et le gaz

En vertu de l'art. 2 al. 3 let. b OIMF, les opérations sur dérivés portant sur l'électricité et le gaz qui (i) sont réalisées dans un système organisé de négociation, (ii) doivent être livrées physiquement et (iii) qui ne peuvent pas être compensées en espèces à la demande d'une des parties ne sont pas des dérivés au sens de la LIMF. *A contrario*, toutes les opérations qui peuvent être exécutées en espèces à la discrétion des parties sont considérées comme des dérivés et sont par conséquent soumises à toutes les obligations du chapitre 1 du titre 3 de la LIMF.

Il est important de préciser que l'exclusion du champ d'application de la LIMF des opérations définies à l'art. 2 al. 3 let. b OIMF correspond aux règles adoptées par le législateur européen dans MiFID<sup>15</sup> et dans EMIR<sup>16</sup>. Le législateur européen justifie cette exclusion par le fait que ce

type d'opérations sur dérivés est déjà réglementé en vertu de REMIT<sup>17</sup>. Ainsi, afin d'éviter une double réglementation de ce type de produits financiers qui n'aurait pas de justification légale, ils sont exclus du champ d'application d'EMIR.

En Suisse, le marché de l'électricité est surveillé par l'EiCom<sup>18</sup> qui veille non seulement au respect de la loi sur l'approvisionnement en électricité<sup>19</sup> et de la loi sur l'énergie<sup>20</sup>, mais contrôle également les prix de l'électricité et surveille le marché du négoce de gros de l'électricité. Afin de permettre une surveillance efficace du marché, le Conseil fédéral a introduit une réglementation spécifique selon laquelle les données relatives au marché de gros de l'électricité doivent être communiquées à l'EiCom. Cette obligation de reporting s'applique à tous les participants suisses qui concluent des transactions sur les marchés de gros de l'électricité en Europe et qui sont soumis aux exigences de REMIT (art. 26a OApEI<sup>21</sup>). La définition des produits du marché de gros de l'électricité est fondée sur l'art. 2 al. 4 REMIT. Les marchés de gros de l'électricité comprennent notamment les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation, les transactions de gré à gré et les accords bilatéraux conclus directement ou en recourant à des intermédiaires<sup>22</sup>. Les données qui doivent être déclarées conformément à l'art. 26a OApEI sont très similaires aux données qui doivent également être déclarées à l'ACER<sup>23</sup> dans le cadre de REMIT. Cela signifie donc que les participants suisses à un marché de l'électricité de gros européen sont soumis à un double devoir de reporting, tant en Suisse, en vertu de l'art. 26a OApEI, qu'en Europe, en vertu de l'art. 8 REMIT.

En excluant, à certaines conditions, les opérations sur dérivés portant sur l'électricité et le gaz de la définition de dérivé et, par conséquent, du champ d'application de la LIMF, le législateur suisse a donc voulu éviter, comme le législateur européen, que ces opérations financières soient soumises à une double réglementation dans le même pays. Toutefois, particularité suisse, l'art. 47 LIMF réserve la possibilité pour le Conseil fédéral d'édicter des règles spécifiques pour les bourses qui servent au commerce des dérivés sur l'électricité et pour la négociation de tels produits sur ces bourses, et de déroger ainsi aux règles de la LIMF

de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (« EMIR »).

<sup>17</sup> Règlement (UE) n° 1227/2011 du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2011 concernant l'intégrité et la transparence du marché de gros de l'énergie (« REMIT »).

<sup>18</sup> Commission fédérale de l'électricité (« EiCom »).

<sup>19</sup> Loi sur l'approvisionnement en électricité du 23 mars 2007 (« LApEI »).

<sup>20</sup> Loi sur l'énergie du 30 septembre 2016 (« LEne »).

<sup>21</sup> Ordonnance sur l'approvisionnement en électricité du 14 mars 2008 (« OApEI »).

<sup>22</sup> Foire aux questions (FAQ) de l'EiCom concernant l'art. 26a OApEI, question 4.

<sup>23</sup> European Agency for the Cooperation of Energy Regulators (« ACER »).

<sup>13</sup> Rapport explicatif concernant l'OIMF du 25 novembre 2015, p. 9.

<sup>14</sup> Dans une opération *rolling-spot*, les parties ne se concertent en principe pas sur la question de savoir s'il y a aura *roll-over swap* ou non et combien de fois l'opération sera reconduite. Que des opérations *rolling-spot* soient régulièrement reconduites ne suffit pas pour que « la prolongation soit usuelle entre les parties ».

<sup>15</sup> Annexe I, Section C, chiffre 6 de la Directive 2004/39/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés financiers (« MiFID »).

<sup>16</sup> Art. 2 chiffre 5 du Règlement (UE) No 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés

afin, en particulier, de garantir la sécurité de l'approvisionnement en électricité. En outre, à ce jour – et contrairement à l'Union européenne – les opérations sur dérivés portant sur le gaz ne sont *pas soumises à une obligation de déclaration en Suisse* en vertu de l'art. 26a OApEI.

### 2.3 Dérivés portant sur des variables climatiques, des tarifs de fret, des taux d'inflation et d'autres statistiques économiques officielles

Selon l'art. 2 al. 3 let. c OIMF, les opérations sur dérivés relatives à des *variables climatiques*, des *tarifs de fret*<sup>24</sup>, des *taux d'inflation* ou d'autres *statistiques économiques officielles* qui ne peuvent *pas être réglées en espèces* (sauf en cas de défaillance ou d'autre incident provoquant la résiliation) ne sont pas considérées comme des dérivés au sens de l'art. 2 let. c LIMF.

Le Conseil fédéral a souhaité, lors des travaux de rédaction de l'OIMF, traiter ce type d'opérations sur dérivés de la même manière que dans l'Union européenne, dans le but d'éviter de poser des exigences excédant celles d'EMIR<sup>25</sup>. La norme européenne sur laquelle se fonde le législateur suisse, soit l'annexe I, section C, chiffre 10 MiFID n'a toutefois pas exactement le même sens que l'art. 2 al. 3 let. c OIMF. Le but de l'annexe I à MiFID est en effet de préciser que les dérivés sur les variables climatiques, les tarifs de fret, les taux d'inflation et les autres statistiques économiques officielles *sont des dérivés lorsqu'ils peuvent faire l'objet d'un règlement en espèces*. Le législateur suisse a voulu formuler cette règle sous la forme d'une exception, à savoir que ces opérations ne sont pas des dérivés lorsqu'elles ne peuvent pas faire l'objet d'un règlement en espèces. Cette rédaction est toutefois malheureuse. En effet, les opérations visées à l'art. 2 al. 3 let. c OIMF sont, à notre connaissance, *toujours réglées sous la forme d'un paiement en espèces*. Les actifs sous-jacents à ces dérivés étant immatériels, on peine à imaginer qu'ils puissent être livrés « *physiquement* ». L'art. 2 al. 3 let. c OIMF doit en réalité être compris, à la lumière de MiFID, comme précisant simplement que les dérivés sur les variables climatiques, les tarifs de fret, les taux d'inflation et les autres statistiques économiques officielles sont des dérivés lorsqu'ils peuvent faire l'objet d'un règlement en espèces.

### 2.4 Les autres exceptions?

Si l'art. 2 let. c LIMF et l'art. 2 al. 3 OIMF décrivent certaines opérations qui ne sont pas des dérivés malgré leurs caractéristiques qui s'en rapprochent, il existe à notre avis d'autres types de produits qui pourraient être des dérivés mais n'en sont pas.

Cela va de soi, les *parts de placement collectifs de capitaux* – dont la valeur fluctue en fonction de celle d'autres actifs – ne sont pas des dérivés<sup>26</sup>. A notre avis, les *dérivés acceptés sous forme de dépôts* devraient également être exclus de la notion de dérivés au sens de la LIMF<sup>27</sup>.

On rencontre par ailleurs dans la doctrine l'idée selon laquelle les contrats qui ne seraient pas typiquement conçus pour les marchés financiers, i.e. ceux dont l'élément de dérivé n'est que la composante d'une relation plus large, ne seraient pas des dérivés<sup>28</sup>. Selon KRAMER/FAVRE, ne seraient ainsi pas des dérivés les droits d'options contenus dans des *conventions d'actionnaires* ou encore les *options de collaborateurs*. Cette exclusion permettrait en particulier d'éviter que ces dérivés soient soumis aux obligations des art. 93 à 117 LIMF. Si cette solution se justifie dans son résultat, elle pose certaines difficultés. Elle est ainsi en contradiction avec la pratique bien établie de l'IPP<sup>29</sup>, en vertu de laquelle les droits d'options contenus dans des conventions d'actionnaires et les options de collaborateurs sont considérés comme des dérivés de participation soumis à l'obligation de déclarer en vertu des règles sur la publicité des participations (art. 120 ss LIMF)<sup>30</sup>. Selon nous, l'avis de KRAMER/FAVRE ne peut donc pas être suivi.

Il n'en demeure pas moins que les contrats dont l'élément de dérivé n'est qu'une composante ne doivent être soumis ni aux règles des art. 93 à 117 LIMF, ni à l'obligation de déclarer des art. 15 LBVM et 39 LIMF. Le fait qu'aucune norme ne le mentionne explicitement résulte en effet, à notre avis, d'une omission du législateur. Ces dispositions ont en effet pour vocation de détecter et réduire les risques relatifs à des transactions financières, et non ceux relatifs à des transactions qui relèvent soit de contrats de travail, soit de transactions commerciales. Il faut donc admettre que ces transactions n'entrent pas dans le champ d'application des règles sur la négociation des dérivés et sur les déclarations dues par les négociants et participants. A notre avis, cette solution doit être appliquée également s'agissant des *emprunts convertibles*, qui intègrent un élé-

<sup>24</sup> On peut citer comme exemple les « *Forward Freight Agreements* » qui sont les opérations sur dérivés relatives à des tarifs de fret les plus courantes. Ce type de contrat est généralement négocié de gré à gré selon les termes et conditions des contrats standard de la « *Forward Freight Agreement Broker Association* ». Les principales conditions contractuelles couvrent en principe l'itinéraire convenu, le moment du règlement, la taille du contrat et le rythme auquel les différences sont réglées.

<sup>25</sup> Rapport explicatif concernant l'ordonnance sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 25 novembre 2015, p. 8.

<sup>26</sup> RASHID BAHAR, *Derivative Trading under the Federal Act on Market Infrastructure*, in: GesKR 4/2015, p. 479–496, p. 482.

<sup>27</sup> Cf. II.3.13.1e ci-dessous.

<sup>28</sup> SK-FinfraG, KRAMER/FAVRE, N 23 ad art. 2 let. c LIMF.

<sup>29</sup> Instance pour la publicité des participations de SIX Swiss Exchange (« IPP »).

<sup>30</sup> Cf. à ce sujet URS SCHENKER, *Entwicklung des Offenlegungsrechts – Probleme und Brennpunkte der Praxis*, in: KUNZ/JÖRG/ARTER (éd.), *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht VII*, Berne, 2012, p. 378 et rapport annuel 2008 de l'IPP, p. 39.

ment de dérivé<sup>31</sup> mais qui relèvent plutôt de transactions commerciales. Les opérations liées à des relations commerciales ou de travail ou à des emprunts peuvent néanmoins être soumises à une obligation de déclarer en vertu des règles sur la publicité des participations.

### 3. Les opérations sur dérivés exclues du chapitre 1 du titre 3 de la LIMF

#### 3.1 Les dérivés exclus de toutes les obligations découlant des art. 93 à 117 LIMF

Les règles sur le négoce des dérivés du chapitre 1 du titre 3 de la LIMF ne s'appliquent pas à tous les produits financiers qui répondent à la définition de l'art. 2 let. c LIMF. Des exceptions au régime des art. 93 à 117 LIMF sont ainsi prévues à l'art. 94 al. 3 let. a-c LIMF, ainsi qu'à l'art. 80 OIMF<sup>32</sup>.

##### a. Les produits structurés (art. 94 al. 3 let. a LIMF)

L'art. 94 al. 3 let. a LIMF prévoit que ne sont pas des dérivés au sens des art. 93 à 117 LIMF les « *produits structurés tels que les produits à capital garanti, les produits à rendement maximal et les certificats* ». La formulation de l'art. 94 al. 3 let. a LIMF reprend celle de l'art. 5 al. 1 LPCC<sup>33</sup>, qui est plutôt floue et ne fournit pas de véritable critère de distinction avec les dérivés. Il n'existe ainsi toujours pas de définition légale des produits structurés<sup>34</sup> (qui sont considérés comme des dérivés pour les besoins de leur cotation au SIX Swiss Exchange) et l'on peut continuer de se référer à la pratique développée dans le contexte de l'art. 5 LPCC<sup>35</sup> pour déterminer si un instrument est, ou non, un produit structuré.

##### b. Les prêts/emprunts de valeurs mobilières (*securities lending and borrowing*) (art. 94 al. 3 let. b LIMF)

Les opérations de *securities lending and borrowing* peuvent être structurées comme des prêts/emprunts au sens de l'art. 312 CO<sup>36</sup> et ne doivent alors pas être considérées comme des opérations sur dérivés au sens de l'art. 2 let. c LIMF<sup>37</sup>. Malgré sa formulation, l'exception

de l'art. 94 al. 3 let. b LIMF ne vise pas uniquement les prêts au sens du droit civil, mais aussi toutes les opérations analogues<sup>38</sup>. On pourra ainsi, selon nous, se référer à l'art. 17 al. 1 OIMF-FINMA, qui cite comme exemples d'opérations analogues aux opérations de prêts les pensions de titre et les cessions à titre de garantie avec transfert de propriété.

##### c. Les opérations sur dérivés relatives à des marchandises (art. 94 al. 3 let. c LIMF)

Pour s'aligner sur la législation européenne<sup>39</sup> et parce que ces opérations ne représentent pas de risque systémique, le législateur suisse a exclu du champ d'application des obligations décrites aux art. 93 à 117 LIMF les opérations sur dérivés relatives à des marchandises qui doivent être réglées par livraison physique. En effet, l'art. 94 al. 3 let. c LIMF prévoit que les opérations sur dérivés relatives à des marchandises qui (i) doivent être réglées par *livraison physique*, (ii) ne peuvent *pas être compensées en espèces* à la demande d'une des parties et (iii) qui ne sont *pas négociées sur une plateforme* de négociation ou un système organisé de négociation<sup>40</sup> ne sont pas soumises aux obligations relatives à la négociation des dérivés (chapitre 1 du titre 3 LIMF). *A contrario*, il faut comprendre que tout dérivé relatif à des matières premières qui peut être réglé en espèces à la discrétion de l'une des parties est soumis aux obligations prévues aux art. 93 à 117 LIMF. Il en va de même pour les contrats réglés par livraison physique qui sont négociés sur une plateforme de négociation ou un système organisé de négociation.

La notion de « *produits dérivés relatifs à des marchandises* » n'est pas définie dans la LIMF. Toutefois, dans la mesure où le législateur suisse a repris cette exception de la législation européenne, on peut en déduire que la notion de « *produits dérivés relatifs à des marchandises* » telle qu'utilisée à l'art. 94 al. 3 let. c LIMF doit être interprétée conformément à la définition utilisée dans l'Union européenne. Ainsi, la législation européenne emploie l'expression « *matière première* » (pour désigner ce qui, en Suisse, relève des « *marchandises* »), qui recouvre tout bien fongible pouvant être livré<sup>41</sup>. En font partie notamment les métaux précieux et leurs minerais, les alliages, les produits agricoles et les fournitures énergétiques telles que l'électricité. A notre avis, et conformément au droit européen, la notion de « *produits dérivés relatifs à des marchandises* » au sens de la LIMF ne comprend pas les services ou les

<sup>31</sup> Dans le même sens: SK-FinfraG, KRAMER/FAVRE, N 22 *ad* art. 2 let. c LIMF.

<sup>32</sup> En vertu de la délégation de compétence au Conseil fédéral prévue à l'art. 94 al. 4 LIMF.

<sup>33</sup> Loi sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006 (« LPCC »).

<sup>34</sup> Voir à ce sujet LUCIA GOMEZ RICHA, Les produits structurés et la protection de l'investisseur, thèse Genève 2015, p. 77 ss.

<sup>35</sup> Cf. notamment BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, N 12 *ss ad* art. 5 LPCC; GOMEZ RICHA (FN 34), *op. cit.*; FRANCA CONTRATTO, Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte nach Art. 5 KAG – Pandorabüchse oder wirksame Anlegerschutzmassnahme?, in: GesKR 2/2006, p. 193–201, p. 194 ss.

<sup>36</sup> Code des obligations du 30 mars 1911 (« CO »).

<sup>37</sup> Message LIMF, p. 7318.

<sup>38</sup> Cf. Rapport explicatif concernant l'ordonnance sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 25 novembre 2015, p. 38.

<sup>39</sup> Annexe I paragraphe c chiffres 6 et 7 MiFID; Message LIMF, p. 7251.

<sup>40</sup> Y compris les plateformes et systèmes étrangers définis de façon équivalente. Dans le même sens: SK-FinfraG, FAVRE/KRAMER, N 59 *ad* art. 94 al. 3 let. c LIMF.

<sup>41</sup> Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006, art. 2 chiffre 1.

autres biens qui ne sont pas des marchandises, tels que la monnaie, les droits immobiliers ou tout autre bien immatériel<sup>42</sup>. Finalement, l'exception de l'art. 94 al. 3 let. c LIMF ne se limite pas à un type de dérivés en particulier, mais peut s'appliquer à tous types de dérivés relatifs à des marchandises<sup>43</sup>.

#### d. Les dérivés émis sous forme de papier-valeur ou de droit-valeur (art. 80 let. a OIMF)

Selon l'art. 80 let. a OIMF, les *dérivés émis sous forme de papier-valeur ou de droit-valeur* (qui ne sont pas déjà considérés comme des produits structurés) ne sont pas des dérivés au sens des art. 93 à 117 LIMF. Le Conseil fédéral donne au sujet de cette disposition des explications confuses. Le rapport explicatif concernant l'OIMF se réfère ainsi tantôt au fait que ces dérivés seraient des « *titres intermédiés* »<sup>44</sup>, tantôt au droit européen, lequel exclut du champ d'application du règlement EMIR les « *valeurs mobilières* » (« *transferable securities* »)<sup>45</sup>. L'art. 80 let. a OIMF ne contient pourtant de référence ni à la LTI<sup>46</sup>, ni aux valeurs mobilières. Il faut à notre avis comprendre des explications du Conseil fédéral que celui-ci a voulu donner à l'art. 80 let. a OIMF un sens large. Contrairement à ce que laisse penser le texte de l'art. 80 let. a OIMF, il n'est donc pas indispensable que les dérivés visés par cette disposition aient été émis sous la forme de papiers-valeurs ou de droits-valeurs, ni d'ailleurs qu'ils aient été émis selon le droit suisse. Pour être exclus du champ d'application des règles sur le négoce des dérivés, à notre avis, il est suffisant que les dérivés en question soient (i) émis sous la forme de droits de créance contre leur émetteur et (ii) librement cessibles.

#### e. Les dérivés acceptés sous forme de dépôts (art. 80 let. b OIMF)

Enfin, sont exclus des règles de la LIMF sur la négociation des dérivés les *dérivés acceptés sous forme de dépôts*, visés à l'art. 80 let. b OIMF. Les dérivés acceptés sous forme de dépôts ne font pas l'objet d'une définition dans la LIMF ou dans l'OIMF. Le rapport explicatif du Conseil fédéral relatif à l'OIMF indique uniquement que « *les dépôts structurés sont (...) exclus en raison de leur fonction similaire et de la nature mineure d'un éventuel élément*

*de dérivé* »<sup>47</sup>. Le concept de dépôts structurés lui-même n'apparaît cependant ni dans l'OIMF, ni dans la LIMF. Le projet de LSFIn<sup>48</sup> devrait prévoir à son art. 3 let. b ch. 7 que les « *dépôts dont la valeur de rachat (...) dépend d'un risque ou d'un cours* » forment une catégorie à part entière d'instruments financiers, distincte des dérivés. Le Conseil fédéral indique que les « *dépôts dont la valeur de rachat ou le taux d'intérêt dépend d'un risque ou d'un cours (...) englobent en premier lieu les dépôts dont la valeur de remboursement dépend d'un risque ou d'un cours, comme c'est notamment le cas pour les comptes de métaux précieux* »<sup>49</sup>. À notre avis, les produits visés à l'art. 3 let. b ch. 7 projet de LSFIn et à l'art. 80 let. b OIMF sont les mêmes, i.e. les comptes de métaux précieux, en particulier, sont en principe des dérivés acceptés sous forme de dépôts selon l'art. 80 let. b OIMF. Cela a pour conséquence de rendre ces deux dispositions incompatibles. Soit les dépôts structurés sont des dérivés et il est juste de les exclure du champ d'application des art. 93 à 117 LIMF, soit ils n'en sont pas (comme le suggère le projet de LSFIn) et l'exception de l'art. 80 let. b OIMF est dénuée d'objet. De notre point de vue, c'est cette dernière alternative qui est correcte: les dérivés acceptés sous forme de dépôts ne sont pas des dérivés au sens de la LIMF. Comme le suggère le projet de LSFIn, ils forment une catégorie d'instruments financiers séparée des dérivés.

### 3.2 Les dérivés exclus d'une partie des obligations découlant des art. 93 à 117 LIMF

Les art. 93 à 117 LIMF (qui forment le chapitre 1 du titre 3 de la LIMF) régissent le négoce des dérivés et constituent une innovation majeure, probablement la plus importante, de la LIMF. Les obligations imposées par ces dispositions ne s'appliquent pas de manière uniforme à toutes les opérations sur dérivés. Certaines exceptions à ces obligations sont dues comme nous le verrons au type de dérivé négocié. Les art. 93 à 117 LIMF opèrent également des distinctions importantes selon la qualification des parties aux opérations sur dérivés. Cette qualification dépend tout d'abord de savoir si les parties à ces opérations sont des « *contreparties* », i.e. des entreprises au sens de l'art. 77 OIMF. Il faut ensuite déterminer si les contreparties sont dites « *financières* » (ce qui dépendra de leur statut réglementaire) ou « *non financières* », puis si ces contreparties sont « *grandes* » ou « *petites* ».

<sup>42</sup> Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006, considérant 26.

<sup>43</sup> SK-FinfraG, FAVRE/KRAMER, N 53 ad art. 94 al. 3 let. c LIMF.

<sup>44</sup> Rapport explicatif concernant l'ordonnance sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 25 novembre 2015, p. 36. Ces considérations sont à rapprocher de l'art. 39 let. l du Projet de LSFIn, qui se réfère aux « *dérivés émis sous forme d'émission* ».

<sup>45</sup> Pour des exemples et une définition de cette notion, voir notamment FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, The Perimeter Guidance Manual, Chapitre 13, section 13.4, Q27.

<sup>46</sup> Loi fédérale sur les titres intermédiés du 3 octobre 2008 (« *LTI* »).

<sup>47</sup> Rapport explicatif relatif à l'OIMF du 25 novembre 2015, p. 37. Il n'est pas clair de savoir à quoi la fonction de ces produits est similaire.

<sup>48</sup> Loi sur les services financiers (« *projet de LSFIn* »).

<sup>49</sup> Message du Conseil fédéral relatif à la LSFIn et à la LEFin, du 4 novembre 2015, FF 2016 p. 8101, p. 8144.

### a. Les dérivés non comptabilisés pour déterminer si une contrepartie est « petite »

Pour déterminer si une contrepartie est « grande » ou « petite », les art. 98 à 100 LIMF prévoient l'existence de seuils fondés sur les « positions brutes moyennes mobiles » pour les opérations sur dérivés de gré à gré. Ces seuils sont décrits à l'art. 88 OIMF et font l'objet de certaines règles de calcul qui figurent aux art. 98 à 100 LIMF et 87 à 89 OIMF.

Pour le calcul des seuils, on ne tient compte que des opérations sur dérivés négociés de gré à gré (« OTC-Derivatgeschäfte »). Les dérivés négociés de gré à gré sont ceux qui ne sont pas négociés sur une plateforme de négociation (en Suisse ou à l'étranger) au sens de l'art. 26 LIMF<sup>50</sup>. Les dérivés négociés uniquement sur des systèmes organisés de négociation au sens de l'art. 42 LIMF demeurent en revanche des dérivés négociés de gré à gré. Lorsque le dérivé est négocié sur une plateforme étrangère, il faut se demander si cette plateforme serait qualifiée, en Suisse, de plateforme de négociation au sens de l'art. 26 LIMF. La différence entre une plateforme de négociation et un système organisé de négociation est cependant subtile et dépendra parfois du caractère discrétionnaire ou non des règles applicables à la plateforme ou au système de négociation<sup>51</sup>, de sorte que l'analyse relèvera parfois d'un numéro d'équilibriste.

D'une manière générale, l'art. 89 let. g OIMF exclut les *swaps de devises et opérations à terme sur devises qui sont dénoués simultanément* selon le principe « paiement contre paiement » du calcul des seuils figurant à l'art. 88 OIMF<sup>52</sup>.

Pour déterminer si une contrepartie non financière est petite (mais non pour déterminer si une contrepartie financière est petite), on pourra enfin exclure du calcul des seuils les opérations sur dérivés destinées à réduire les risques liés aux activités commerciales ou à la gestion de la fortune, à l'échelle de l'entité concernée ou de son groupe<sup>53</sup>. Les conditions de cette exemption sont détaillées à l'art. 87 OIMF<sup>54</sup>.

### b. Les dérivés non soumis à l'obligation de compenser

L'obligation de compenser les transactions ne s'applique qu'aux opérations sur dérivés négociées de gré à gré désignées par la FINMA. En effet, seuls sont soumis à l'obligation de compenser les dérivés appartenant aux catégories désignées par une décision de la FINMA. Il s'agit bien pour la FINMA de définir des catégories d'instruments, et non de désigner des instruments précis. Pour déterminer les dérivés soumis à l'obligation de compenser, la FINMA prend notamment en considération les critères énoncés à l'art. 101 al. 1 LIMF et tient compte des normes internationales reconnues ainsi que du développement du droit étranger (art. 101 al. 2 LIMF)<sup>55</sup>.

Outre certaines exemptions qui ont trait à l'identité des contreparties (typiquement en ce qui concerne les opérations intra-groupe)<sup>56</sup>, certains dérivés sont exclus du champ d'application de l'obligation de compenser. Il en va ainsi des *swaps de devises et des opérations à terme sur devises qui sont livrés physiquement*<sup>57</sup>. Une autre exception importante concerne les opérations destinées à réduire les risques liés aux activités commerciales, pour autant que les conditions mentionnées à l'art. 87 OIMF soient remplies. Les opérations sur dérivés conclues par des émetteurs d'obligations garanties (« covered bonds ») ou de paniers de sûretés (« covered pools ») pour réduire les risques qui y sont associés, ne sont pas non plus soumises à l'obligation de déclarer, pour autant que les conditions de l'art. 86 al. 3 OIMF soient remplies. Cette règle est inspirée du droit européen, qui ne connaît cependant d'exception pour les covered bonds et covered pools que dans le contexte des règles sur l'échange de marges<sup>58</sup>.

Le 16 mai 2018, la FINMA a publié une version révisée de l'OIMF-FINMA qui intègre pour la première fois l'obligation de compenser certaines catégories de dérivés. Les dérivés soumis à l'obligation de compenser seront (dans un premier temps) principalement les dérivés de gré à gré sur taux d'intérêt et les dérivés sur défaut de crédit de gré à gré standardisés qui sont déjà soumis dans l'Union européenne à l'obligation de compenser<sup>59</sup>. Les catégories de dérivés de gré à gré soumises à l'obligation de compenser sont désormais mentionnées dans l'annexe 1 de l'OIMF-FINMA. Ainsi, à compter de l'entrée en vigueur de l'annexe 1 OIMF-FINMA (prévue pour le 1<sup>er</sup> septembre 2018), des délais transitoires échelonnés de 6, 12 et 18 mois s'appliqueront aux acteurs du marché concerné,

<sup>50</sup> SK-FinfraG, FAVRE/KRAMER, N 10–11 ad art. 98 LIMF.

<sup>51</sup> A ce sujet, voir JACQUES IFFLAND/ARIEL BEN HATTAR, Les systèmes organisés de négociation, in: GesKR 4/2016, p. 458469, p. 462 s.

<sup>52</sup> Cf. II.3.2f ci-dessous.

<sup>53</sup> Cf. art. 89 let. e OIMF pour les opérations consécutives aux opérations de couverture.

<sup>54</sup> Les opérations sur dérivés destinées à couvrir les risques comprennent notamment :

- les opérations qui servent à couvrir des risques de dépréciation de la valeur des actifs ou des passifs ;
- les opérations qui servent à couvrir des risques découlant des incidences indirectes de fluctuations des taux d'intérêt, des cours de devises, etc. ;
- les opérations qui sont considérées comme des opérations de couverture selon un référentiel comptable reconnu ;
- les opérations réalisées selon des normes internationales reconnues à titres de couverture dans le cadre de la gestion des risques commerciaux.

<sup>55</sup> Rapport explicatif de la FINMA concernant la révision partielle de l'OIMF-FINMA du 18 décembre 2017, p. 8/12.

<sup>56</sup> Art. 86 al. 2 OIMF (opérations avec des parties non soumises aux règles des art. 93 à 117 LIMF) et art. 103 LIMF (opérations intra-groupe).

<sup>57</sup> Cf. II.3.2f ci-dessous à ce sujet.

<sup>58</sup> Art. 30 al. 2 du Règlement délégué (UE) 2016/2251 de la Commission du 4 octobre 2016.

<sup>59</sup> Rapport explicatif de la FINMA concernant la révision partielle de l'OIMF-FINMA du 18 décembre 2017, p. 3 et 12.

en fonction de leur classification, pour l'introduction de l'obligation de compenser<sup>60</sup>. L'obligation de compenser devrait par la suite être graduellement étendue à d'autres instruments. Il est clair cependant qu'elle ne s'appliquera pas aux *opérations sur dérivés qui ne sont compensées par aucune contrepartie centrale autorisée ou reconnue par la FINMA* (art. 101 al. 3 let. a et b LIMF).

### c. Les dérivés non soumis à l'obligation de déclaration à un référentiel central

L'obligation de déclarer les transactions à un référentiel central en vertu de l'art. 104 LIMF est certainement l'obligation de la LIMF dont le champ d'application est le plus large. En effet, cette obligation s'applique à *toutes les contreparties* (petites et grandes, financières et non financières) ainsi qu'à *tout type d'opérations sur dérivés*, à l'exception de celles exclues de toutes les obligations du chapitre 1 du titre 3 de la LIMF. La raison pour laquelle l'obligation de déclarer les opérations sur dérivés à un référentiel central a un champ d'application aussi large tient à son but. Cette disposition vise en effet, en réaction à la crise financière de 2008, à améliorer la transparence du marché des dérivés en permettant aux autorités de pouvoir surveiller et identifier de façon efficace les positions à risque et, en particulier, l'apparition de risques systémiques<sup>61</sup>.

Ainsi, tant les dérivés négociés de gré à gré que les dérivés qui sont conclus en bourse doivent être déclarés à un référentiel central en vertu des règles décrites aux art. 104 et 105 LIMF. Il est important de préciser que cette obligation s'applique également à tous les swaps de devises et à toutes les opérations à terme sur devises qui sont livrés physiquement. En effet, bien que ces transactions soient expressément exemptées de la plupart des obligations prévues au chapitre 1 du titre 3 de la LIMF, elles sont soumises à l'obligation de déclarer. Enfin, il est important de noter que les transactions intra-groupes doivent également être déclarées conformément à l'art. 104 LIMF.

### d. Les dérivés non soumis aux obligations de réduction des risques

Les règles sur la réduction des risques des art. 107 à 111 LIMF ne s'appliquent, de manière générale, qu'aux dérivés (i) *négociés de gré à gré* et (ii) *qui ne sont pas soumis à une obligation de compenser en vertu de l'art. 107 al.1 LIMF*. L'art. 107 al. 2 LIMF prévoit cependant d'autres exceptions. Celles-ci concernent en premier lieu les opérations sur dérivés qui sont conclues avec des *contreparties visées à l'art. 93 al. 4 et 94 al. 1 LIMF* (à savoir en particulier la Confédération, les cantons et les communes, la BNS, la Banque des règlements internationaux ou encore certaines institutions des assurances sociales). Les *swaps*

*de devises et opérations à terme sur devises qui sont dénoués simultanément selon le principe « paiement contre paiement »* (art. 107 al. 2 let. b LIMF) ne sont pas non plus soumis aux obligations de réduction de risque<sup>62</sup>. Il est toutefois important de préciser que même si les transactions de swaps de devises et les opérations à terme sur devises qui sont livrées physiquement ne sont pas soumises aux obligations de réduction des risques et, en particulier, à l'*obligation d'échanger des marges*, ces opérations doivent malgré tout être prises en compte dans le calcul du seuil prescrit par l'art. 100 al. 2 OIMF, tel qu'utilisé pour déterminer si une contrepartie est tenue d'échanger des marges initiales ou non (art. 100 al. 2 OIMF). Enfin, aucune obligation de réduction des risques n'est imposée pour les opérations *compensées volontairement* par une contrepartie centrale autorisée ou reconnue par la FINMA (art. 107 al. 2 LIMF).

### e. Les dérivés exemptés de l'obligation de négociier sur des plateformes de négociation et des systèmes organisés de négociation

Les art. 112 à 115 LIMF confient à la FINMA la possibilité d'imposer que le négoce de certains types de dérivés se fasse sur des plateformes de négociation ou sur des systèmes organisés de négociation autorisés ou reconnus par la FINMA. Le but de cette obligation est de réduire le nombre d'opérations sur dérivés négociées de gré à gré au profit d'une négociation plus encadrée à la bourse, ce qui permettrait de réduire les risques de contrepartie et d'augmenter la transparence du marché. Les art. 112 à 115 LIMF ne seront applicables qu'aux transactions impliquant des grandes contreparties<sup>63</sup>. Pour désigner ces dérivés, la FINMA s'appuiera sur les mêmes critères que ceux de l'art. 101 al. 1 LIMF. De façon quelque peu trompeuse, le fait que certains types de dérivés soient négociés sur une ou plusieurs plateformes ou un système organisé de négociation ne figure pas parmi ces critères, alors qu'il s'agit d'une condition *sine qua non* de l'obligation de négociier<sup>64</sup>. Il reste qu'en application de l'art. 113 al. 1 let. a LIMF, les *dérivés qui ne sont négociés sur aucune plateforme ou système organisé de négociation* sont exemptés de l'obligation de négociier. Une exemption est également reconnue aux *swaps de devises et opérations à terme sur devises qui sont livrés physiquement*<sup>65</sup> (art. 113 al. 3 let. b LIMF et art. 84 OIMF).

<sup>62</sup> Cf. à ce sujet II.3.2f ci-dessous.

<sup>63</sup> Les opérations effectuées avec des personnes physiques ou des entités non comprises dans la définition d'entreprise au sens de l'art. 77 OIMF sont à notre avis exemptées de l'obligation de négociier sur des plateformes de négociation.

<sup>64</sup> Comparer la formulation de l'art. 113 LIMF avec celle de l'art. 32 al. 2 MIFIR. Dans le même sens, SK-FinfraG, HÄUSERMANN/SCHOTT, N 17 ad art. 113 LIMF.

<sup>65</sup> Cf. II.3.2f ci-dessous.

<sup>60</sup> *Id.*, p. 6.

<sup>61</sup> Message LIMF, p. 7244.

#### f. Le cas particulier des swaps de devises et des opérations à terme sur devises

De façon similaire à la législation américaine (i.e. au « *Dodd-Frank Act* »<sup>66</sup>) mais contrairement à la législation européenne, la LIMF prévoit que les swaps de devises et les opérations à terme sur devises qui sont dénoués simultanément selon le principe « *paiement contre paiement* » sont exemptés de l'obligation de compenser (art. 101 al. 3 LIMF), de l'obligation de réduction des risques (art. 107 al. 2 let. b LIMF) et de l'obligation de négocier sur une plateforme de négociation (art. 113 al. 3 let. b LIMF). Ces opérations sont soumises à l'obligation de déclaration des art. 104 ss LIMF et doivent être prises en compte dans le calcul prescrit par l'art. 100 al. 2 OIMF afin de déterminer si les contreparties sont soumises à l'obligation d'échanger des marges initiales. Il est important de préciser que cette exception ne concerne que les swaps de devises et les opérations à terme sur devises qui sont réglés simultanément selon le principe « *paiement contre paiement* », malgré le libellé trompeur de l'art. 107 al. 2 LIMF. Cette disposition donne en effet l'impression que tous les swaps de devises et toutes les opérations à terme sur devises, sans égard à leur mode de règlement, sont exemptés de l'obligation de réduire les risques et, en particulier, de l'obligation d'échanger des marges. Tel n'est évidemment pas le cas et cette imprécision a été corrigée par l'art. 84 OIMF.

Cette exemption se justifie par la manière dont sont structurées ces opérations sur dérivés. En effet, le risque est principalement limité au risque de règlement et non pas au risque de contrepartie comme c'est le cas pour la plupart des opérations sur dérivés. En pratique, le risque de défaut de l'une des parties peut être réduit, notamment par l'intermédiaire du *continuous linked settlement system* ou « *CLS* », qui permet d'exécuter simultanément les paiements en éliminant le risque de défaut d'une des parties ou encore par le biais d'accords de compensation (*netting agreements*) destinés quant à eux à réduire le flux des transactions<sup>67</sup>. En effet, les swaps de devises et les opérations à terme sur devises qui sont effectués entre les mêmes parties, le même jour et dans la même monnaie peuvent être compensés sans affecter le caractère des transactions, soit par le biais d'une compensation bilatérale, soit par un système multilatéral automatique de règlement selon le principe « *paiement contre paiement* », qui permet le transfert final d'une monnaie seulement si le transfert final de l'autre monnaie a également eu lieu, éliminant ainsi pratiquement tout le risque de règlement<sup>68</sup>.

La difficulté principale réside toutefois dans l'interprétation des notions de « *swaps de devises* » et « *d'opérations à terme sur devises* », de façon à déterminer quels produits sont concernés par cette exemption. A cet égard, la traduction anglaise de la LIMF crée à notre avis une confusion en se référant aux *currency swaps*. Cette notion n'est cependant pas utilisée de façon uniforme en Europe et aux États-Unis. Dans la mesure où le Conseil fédéral précise que cette exception découle de la législation américaine<sup>69</sup>, nous sommes d'avis que les termes « *swaps de devises* », respectivement « *opérations à terme sur devises* » correspondent aux *foreign exchange swaps* et aux *foreign exchange forwards*, tels que définis en droit américain. Dans le régime du Dodd-Frank Act, les *foreign exchange swaps* et les *foreign exchange forwards* sont, en résumé, des dérivés dans lesquels deux devises sont échangées à une date donnée, à un taux fixe convenu au début du contrat. En particulier, les parties conviennent à l'avance d'échanger ou non les montants en principal des deux devises au début de la transaction. Le Trésor américain a précisé que les *foreign exchange swaps* et *foreign exchange forwards* devaient être interprétées de façon étroite. N'entrent en particulier pas dans le champ de cette exception les « *currency swaps* », notion qui recouvre les dérivés pour lesquels le paiement dû par chacune des parties n'est pas connu dès la conclusion de l'opération mais dépend de taux d'intérêts variables<sup>70</sup>. Les *foreign currency options* et les *non-deliverable forwards* ou *NDF*<sup>71</sup> ne font également pas partie des produits exclus. Les *NDF* ne peuvent en effet pas être qualifiés de *foreign exchange swaps* ou *foreign exchange forwards*, car ce type de produits n'implique pas un échange de devises<sup>72</sup>.

#### 4. La notion de dérivé dans le régime de l'obligation de déclarer des participants et négociants

Les art. 15 LBVM et 39 LIMF soumettent les négociants en valeurs mobilières et les participants (et uniquement eux) à certaines obligations de déclarer les transactions qu'ils effectuent. Contrairement au régime des art. 93 ss LIMF, ces dispositions poursuivent avant tout un but de surveillance<sup>73</sup> et doivent en particulier permettre de prévenir et de détecter les abus de marché<sup>74</sup>. Le principe de cette obligation de déclarer existait déjà avant l'entrée en vigueur de la LIMF<sup>75</sup>. On imposait cependant alors uniquement de déclarer aux bourses les transactions sur des

<sup>66</sup> The Commodity Exchange Act as amended by Title VII of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, July 21, 2010.

<sup>67</sup> Rapport explicatif concernant l'ordonnance sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 25 novembre 2015, p. 38.

<sup>68</sup> DEPARTMENT OF TREASURY, Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards under the Commodity Ex-

change Act, 16 November 2012, Federal Register, Vol. 77, No. 224, p. 69696.

<sup>69</sup> Message LIMF, p. 7263.

<sup>70</sup> DEPARTMENT OF TREASURY, *op. cit.*, p. 69696.

<sup>71</sup> *Id.*

<sup>72</sup> *Id.*

<sup>73</sup> SK-FinfraG, BORENS/BAUMANN, N 1 ad art. 39 LIMF.

<sup>74</sup> Rapport explicatif relatif à l'OIMF-FINMA, p. 14.

<sup>75</sup> SK-FinfraG, BORENS/BAUMANN, N 1 ad art. 39 LIMF.

valeurs mobilières *elles-mêmes admises* au négoce de ces bourses. Les art. 37 al. 2 OIMF et 30 al. 2 OBVM élargissent cette obligation en imposant aux négociants et participants de déclarer également les transactions effectuées sur les *dérivés ayant pour sous-jacent une valeur mobilière admise à la négociation* sur une plateforme de négociation en Suisse. Le critère de rattachement n'est donc pas le fait que le dérivé soit admis à la négociation sur une plateforme de négociation, mais qu'il ait un sous-jacent qui le soit.

Contrairement à l'obligation de déclarer de l'art. 104 LIMF, les *produits structurés*<sup>76</sup> tombent dans le champ d'application des art. 37 al. 2 OIMF et 30 al. 2 OBVM. Par ailleurs, la Circulaire FINMA 2018/2, qui concrétise ces règles, prévoit que lorsqu'un dérivé a de *multiples sous-jacents*, la déclaration n'est requise que si la *pondération d'au moins un sous-jacent* dépasse 25% et que le sous-jacent en question est une valeur mobilière admise à la négociation en Suisse<sup>77</sup>. Cette dernière règle pose des difficultés pratiques nombreuses, qui ont été soulevées lors de la procédure de consultation<sup>78</sup>. Il n'est ainsi pas clair de savoir ce qu'est et comment calculer la « *pondération* » d'un sous-jacent. Pour y remédier, lorsque la pondération ne peut être déterminée, SIX Swiss Exchange propose de considérer que tous les instruments sous-jacents ont la même pondération<sup>79</sup>. En outre, à rigueur de texte, la déclaration effectuée par le négociant ou le participant pourrait n'indiquer que la « *désignation* » du dérivé négocié, sans nécessairement identifier le sous-jacent qui déclenche l'obligation de déclarer<sup>80</sup>.

## 5. Les « dérivés de participation » au sens du droit de la publicité des participations et du droit des offres publiques d'acquisition

### 5.1 La publicité des participations (art. 120 ss LIMF)

En vertu des règles sur la *publicité des participations*, les dérivés peuvent devoir être comptabilisés pour les besoins des calculs des seuils de l'art. 120 al. 1 LIMF et déclarés selon ces règles. L'art. 14 OIMF-FINMA précise, dans ce contexte, que doivent être comptabilisés et déclarés les dérivés de participation, qui sont définis à l'art. 15 OIMF-FINMA. Le rapport entre l'art. 15 OIMF-FINMA et

l'art. 2 let. c LIMF n'est pas explicite. L'art. 15 OIMF-FINMA s'inscrit dans une pratique qui s'est historiquement développée indépendamment de l'art. 2 let. c LIMF (et avant cela, de l'art. 5 aOBVM). A notre sens toutefois, les dérivés de participation forment une sous-catégorie de dérivés. Tous les dérivés de participation sont donc des dérivés au sens de l'art. 2 let. c LIMF, mais tous les dérivés au sens de l'art. 2 let. c LIMF ne sont pas des dérivés de participation.

Contrairement notamment aux règles sur le négoce des dérivés des art. 93 à 117 LIMF, les règles sur la publicité des participations n'ont pas pour but d'assurer la stabilité du marché. Le but des art. 120 ss LIMF est bien plutôt d'assurer la transparence de l'actionariat des sociétés cotées. Cet objectif diffère de la conséquence que tous les dérivés ne sont pas pertinents pour le calcul des seuils de l'art. 120 LIMF. En effet, seuls les *dérivés qui ont pour sous-jacent des titres de participation d'un émetteur dont les titres de participation sont cotés auprès d'une bourse en Suisse* sont susceptibles de devoir être déclarés<sup>81</sup>. En outre, le *type d'exposition* conféré par le dérivé joue un rôle. Les dérivés qui augmentent l'exposition de leur titulaire aux titres de participation d'un émetteur (et qui bénéficient donc des augmentations de cours de ces titres) ou permettent d'acquérir les titres en question devront être déclarés comme des *positions d'acquisition*. A l'inverse, les dérivés qui réduisent l'exposition aux titres de participation ou permettent d'aliéner ces titres devront être déclarés comme des *positions d'aliénation*.

Dans la pratique, on admet que les dérivés qui ont de *multiples sous-jacents* ne sont comptabilisés et déclarés que si la pondération d'un sous-jacent dans le champ d'application des règles sur la publicité des participations est importante (typiquement si elle dépasse 1/3<sup>82</sup>). En outre, les droits d'acquisition ou d'aliénation prévus dans des *contrats commerciaux* (par exemple un droit de préemption contenu dans un contrat de *joint-venture* ou une convention d'actionnaires) font partie des instruments financiers susceptibles de devoir être déclarés en vertu de l'art. 120 LIMF<sup>83</sup>.

### 5.2 Les offres publiques d'acquisition (art. 125 ss LIMF)

Dans le domaine des offres publiques d'acquisition (ou « *OPA* »), une distinction est effectuée entre les *titres de participation* et les *dérivés de participation*. Ainsi, les règles sur les OPA s'appliquent en premier lieu aux offres qui

<sup>76</sup> SK-FinfraG, BORENS/BAUMANN, N 22 ad art. 39 LIMF.

<sup>77</sup> Circulaire FINMA 2018/2, Cm 15 ss.

<sup>78</sup> Cf. notamment la prise de position de SIX Swiss Exchange SA du 3 novembre 2016 sur le projet de révision totale de la Circulaire FINMA 2008/11, dans lequel le SIX Swiss Exchange estime que cette obligation « *scheint in der Praxis nicht umsetzbar* ».

<sup>79</sup> SIX Exchange Regulation, Reporting Guide (version 2.01, 28.12.2017), p. 6.

<sup>80</sup> Art. 3 OIMF-FINMA *a contrario* (seule la désignation de l'instrument négocié est requise, mais celle-ci n'inclut pas forcément la désignation de tous les actifs sous-jacents de l'instrument concerné). En pratique cependant, l'identification des sous-jacents est requise, cf. le *Reporting Guide* de SIX Exchange Regulation (version 2.01, 28.12.2017), p. 7.

<sup>81</sup> Communiqué II/2013 de l'IPP, p. 6.

<sup>82</sup> JACQUES IFFLAND/NADIA GILLIARD, Les nouvelles règles boursières en matière de publicité des participations importantes, in: GesKR 4/2007, p. 365–384, p. 372; SAMUEL STADELMANN/NOËL BIERI, Die Offenlegung von Finanzinstrumenten nach Art. 20 Börsengesetz, in: GesKR 3/2010, p. 310–329, p. 310 ss, note 92.

<sup>83</sup> Rapport annuel 2010 de l'IPP, p. 16.

portent sur des titres de participation<sup>84</sup>, et non à celles qui portent sur des dérivés de participation. Les règles concernant la règle du meilleur prix (*best price rule*) s'appliquent cependant également aux acquisitions de dérivés de participation (même si ceux-ci ne sont pas visés par l'offre, cf. art. 10 al. 2 OOPA<sup>85</sup>). Les transactions portant sur des dérivés de participation devront aussi être déclarées à la COPA<sup>86</sup> en vertu de l'art. 134 LIMF et du chapitre 8 de l'OOPA.

En droit des OPA, les dérivés de participation sont définis à l'art. 2 let. a OOPA, qui renvoie à l'art. 15 OIMF-FINMA. Par le passé, la COPA a parfois adopté des solutions qui divergent de l'interprétation actuelle de l'art. 15 OIMF-FINMA. Dans une recommandation ancienne, la COPA a ainsi estimé que les *American depositary receipts* (ou « ADR ») devaient être assimilés à des dérivés<sup>87</sup>. L'IPP considère en effet – à notre sens à juste titre – que ces instruments sont des « *parts semblables à une action* » au sens de l'art. 14 al. 1 let. a ch. 1 OIMF-FINMA<sup>88</sup> et non des dérivés. Dans d'autres décisions, la COPA a jugé que les droits de conversion et d'options (y compris les options de collaborateurs) pouvaient être des titres de participation<sup>89</sup> – et donc être pleinement soumis au régime sur les OPA. Ces droits de conversion et d'options font cependant partie des dérivés visés par l'art. 15 OIMF-FINMA<sup>90</sup>. La pratique de la COPA n'a pas toujours été constante<sup>91</sup> et il est difficile de savoir quelle portée lui donner aujourd'hui.

A notre avis, il faut interpréter le renvoi de l'art. 2 let. a OOPA en ce sens que le législateur a entendu définir les dérivés de la même manière en droit des OPA et dans le régime de la publicité des participations. Un même instrument ne devrait pas être un dérivé dans un régime et un titre de participation dans l'autre. Par ailleurs, la pratique de la COPA décrite ci-dessus avait essentiellement pour but d'éviter que l'utilisation ou la présence de dérivés dans un contexte d'offres publiques ne conduise à des résultats perçus comme injustes ou choquants. Soumettre les options de collaborateurs au régime des OPA, par exemple, permettait de leur appliquer les règles du droit des offres

publiques d'acquisitions sur l'égalité de traitement<sup>92</sup>, ce qui permettait d'éviter que les détenteurs d'options soient mieux traités que les actionnaires. Selon nous, les solutions à ces difficultés pratiques doivent être recherchées ailleurs que dans l'interprétation des notions de titres de participation et de dérivés de participation. L'art. 10 al. 2 OOPA (introduit lors de la révision de l'OOPA entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2009<sup>93</sup>) constitue à cet égard un modèle intéressant, puisqu'il étend l'obligation de respecter la *best price rule* aux acquisitions de dérivés sur lesquels l'offre ne porte pas<sup>94</sup>, sans pour autant les qualifier de titres de participation. L'extension des règles sur le calcul du prix minimum (art. 135 al. 2 LIMF et art. 43 OIMF-FINMA) aux acquisitions de dérivés de participation<sup>95</sup> va dans le même sens. Le champ d'application des règles sur le prix minimum s'en trouve en effet étendu, sans qu'il n'en résulte de changement dans la définition des produits auxquels ces règles s'appliquent.

### III. Conclusion

Sous son apparence simple, la notion d'opération sur dérivés, telle que définie à l'art. 2 let. c LIMF, cache en réalité une profusion de règles et d'exceptions disséminées à travers la LIMF et ses ordonnances. La volonté du législateur de disposer d'une définition simple et universelle se heurte ici à la complexité des faits que cette définition est supposée appréhender. Lorsque les dispositions de la LIMF et de ses ordonnances se réfèrent aux « *dérivés* », la portée exacte de cette référence dépend donc du contexte dans lequel elle est appliquée. Dans l'Union européenne, les règles sur les plateformes de négociation, le négoce des dérivés, la publicité des participations, les offres publiques d'acquisition ou encore les abus de marché font chacune l'objet d'un corps de règle séparé. Cette segmentation permet de mieux appréhender les particularités de chaque sujet et de poser un cadre – y compris s'agissant des définitions – qui en tienne compte. Paradoxalement, réunir sous l'égide d'une seule définition un concept aussi complexe contribue ainsi à entretenir une certaine confusion plutôt qu'à la dissiper. Sur ce point en tout cas, il nous paraît souhaitable que le droit suisse s'inspire à l'avenir du droit européen.

<sup>84</sup> Voir art. 125 al. 1 LIMF.

<sup>85</sup> Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 août 2008 (« OOPA »).

<sup>86</sup> Commission des offres publiques d'acquisition (« COPA »).

<sup>87</sup> Recommandation de la COPA 49/02 du 4 octobre 1999 dans l'affaire *TAG Heuer International SA*.

<sup>88</sup> Communiqué II/2013 de l'IPP, p. 2.

<sup>89</sup> Voir par exemple la décision de la COPA 462/01 du 26 novembre 2010 dans l'affaire *Basilea Pharmaceutica AG*, consid. 1 et 2, la décision de la COPA 461/01 du 16 novembre 2010 dans l'affaire *Transocean Ltd.*, consid. 2 et la décision de la COPA 419/01 du 18 août 2009 dans l'affaire *Petroplus Holding AG*, consid. 2.

<sup>90</sup> Art. 15 al. 2 let. a et b OIMF-FINMA. Voir aussi Communiqué II/2013 de l'IPP, p. 3 et rapport annuel 2016 de l'IPP, p. 16.

<sup>91</sup> DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, *Kommentierung der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008*, N 46 ad art. 9 OOPA.

<sup>92</sup> Décision de la COPA 378/02 du 20 janvier 2009 dans l'affaire *Speedel Holding AG*, consid. 2.2.

<sup>93</sup> Cf. RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/JACQUES IFFLAND/TINO GABERTHÜEL, *Öffentliche Kaufangebote*, 3<sup>e</sup> éd., 2014, p. 228, note 1017.

<sup>94</sup> GERICKE/WIEDMER (FN 91), N 44 ad art. 9 OOPA.

<sup>95</sup> TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL (FN 93), p. 228.