

CHAPITRE VI

LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS D'ACTIFS FINANCIERS



1. Les déclarations des transactions sur actifs financiers
2. Les enquêtes menées par la CSSF dans le cadre de la surveillance des marchés d'actifs financiers
3. La pratique de la surveillance

1. Les déclarations des transactions sur actifs financiers

1.1. L'exécution de l'obligation de déclaration

Après la finalisation de la mise en production de toutes les entreprises d'investissement en 2002, une plus grande attention a pu être portée à la surveillance des entreprises d'investissement en matière de déclaration des transactions sur actifs financiers au cours de l'année 2003.

L'année 2002 ayant été marquée par la publication de la mise à jour du recueil d'instructions et par le dépistage et la correction des erreurs les plus fréquentes commises par les entreprises d'investissement, l'accent a été mis en 2003 sur la surveillance du respect des exigences retenues dans la circulaire CSSF 99/7 sur les déclarations à transmettre à la CSSF conformément à la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers.

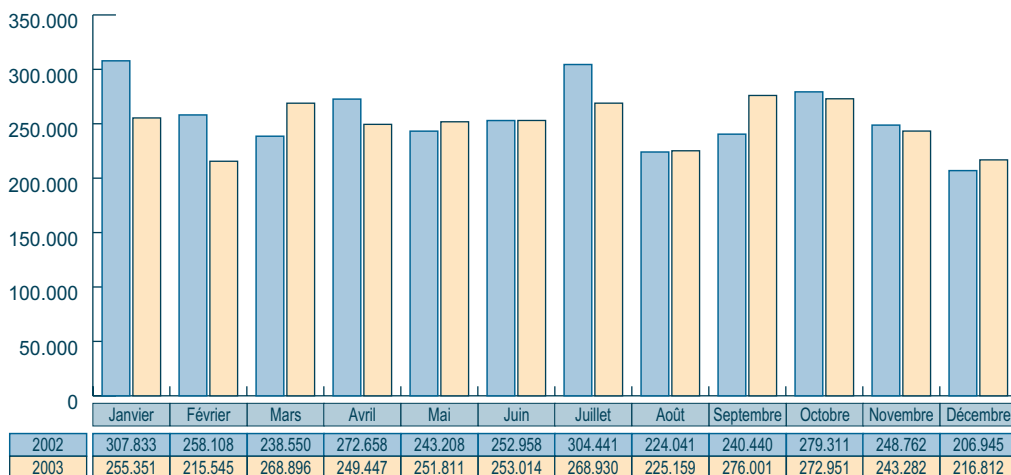
Dans ce contexte et dans le cadre de sa mission de surveillance journalière, la CSSF a adressé aux entreprises d'investissement au total 84 courriers sur les sujets suivants :

Sujet	Nombre
Envoi du recueil aux nouvelles entreprises	7
Autorisations diverses (déclarations par fax, dérogations, sursis)	8
Irrégularités reporting (cours erronés, problèmes techniques, cours déviant du marché, transactions de bloc)	32
Demande d'explications	14
Règles de déontologie	8
Rappels	8
Divers	7
Total	84

1.2. Evolution des déclarations sur actifs financiers

Le nombre des déclarations de transactions envoyées en 2003 était de 2.997.199, soit une baisse de 2,60% par rapport à l'année 2002 où le nombre de déclarations de transactions s'élevait à 3.077.255.

Volume mensuel des déclarations



Ventilation des transactions par type d'instrument

Type d'instrument	Nombre de déclarations (en % du total)	
	2002	2003
Actions	62,12 %	62,19 %
Obligations	34,13 %	33,34 %
Futures	1,27 %	0,99 %
Options	1,20 %	1,77 %
Warrants	1,14 %	1,37 %
Obligations cum warrant	0,14 %	0,34 %

L'ensemble de ces données permet d'observer les tendances du marché européen et principalement luxembourgeois. La surveillance des marchés d'actifs financiers vise essentiellement à prévenir et à détecter les infractions aux lois et règlements en matière financière et boursière. Dans ce contexte, des rapports internes hebdomadaires ainsi que des rapports internes spécifiques sont établis sur base des déclarations reçues. Ces analyses ex post des transactions sur actifs financiers sont susceptibles de servir de base à l'ouverture d'enquêtes par la CSSF.

2. Les enquêtes menées par la CSSF dans le cadre de la surveillance des marchés d'actifs financiers

Il y a lieu de distinguer entre les enquêtes menées en matière d'infractions boursières et les enquêtes en matière de non-respect des règles de conduite du secteur financier énoncées dans la circulaire CSSF 2000/15 du 2 août 2000.

2.1. Les enquêtes en matière d'infractions boursières

La CSSF est l'autorité administrative compétente pour veiller à l'application des dispositions de la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés, dont le double objectif est de garantir l'égalité de traitement entre les investisseurs et la protection contre l'utilisation illicite de l'information privilégiée.

Dans le contexte de la surveillance des marchés d'actifs financiers, la CSSF est amenée soit à initier elle-même des enquêtes, soit à y procéder à la suite d'une requête d'assistance d'une autorité administrative étrangère dans le cadre de la coopération internationale.

2.1.1. Enquêtes initiées par la CSSF

- **Enquêtes en matière de délits d'initiés**

Une enquête qui a été ouverte par la CSSF en 2002 pour suspicion d'une infraction à la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés, a été classée sans suites en 2003 au vu des informations et renseignements recueillis.

Au cours de l'année 2003, la CSSF a ouvert trois enquêtes afin d'établir une éventuelle infraction à la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés. Deux enquêtes sont encore en cours. Les pièces et informations recueillies dans le cadre de la troisième enquête ont permis à la CSSF de conclure à l'absence d'infractions à la loi précitée.

- **Enquêtes en matière de manipulation de cours**

La CSSF a mené des investigations dans une enquête en matière de manipulation de cours sur les titres d'un groupe international ayant des titres obligataires cotés en Bourse de Luxembourg. Sur base de l'analyse des éléments d'informations en sa possession, la CSSF n'a



LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS D'ACTIFS FINANCIERS

cependant pas pu conclure à une manipulation du prix du titre coté par des moyens frauduleux quelconques et a classé l'affaire sans suites.

La CSSF a poursuivi ses investigations sur une enquête initiée en 2001 dans le cadre de sa mission générale de surveillance des marchés d'actifs financiers, ceci afin de vérifier si le cours d'un titre admis à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg n'avait pas été manipulé à la hausse. Sur base de l'analyse des éléments d'informations en sa possession, la CSSF n'a pas pu conclure à une manipulation du prix du titre coté par des moyens frauduleux quelconques et a classé cette partie du dossier sans suites.

2.1.2. Enquêtes menées par la CSSF à la requête d'une autorité administrative étrangère

- **Enquêtes en matière de délits d'initiés**

Au cours de l'année 2003, la CSSF a traité 51 requêtes concernant des enquêtes en matière de délits d'initiés (contre 55 en 2002), dont une provenant d'une autorité administrative d'un Etat n'appartenant pas à l'Espace économique européen.

La CSSF a traité toutes ces requêtes avec la diligence qui est de mise en matière de coopération entre autorités et n'a pas rencontré de problèmes majeurs avec les établissements financiers sollicités.

- **Enquêtes en matière de manipulation de cours, d'offres publiques frauduleuses, de violation de l'obligation de déclaration des participations importantes et d'autres infractions législatives**

La CSSF a reçu trois requêtes d'autorités étrangères (dont une provenant d'une autorité administrative d'un Etat n'appartenant pas à l'Espace économique européen) en matière de manipulations de cours, deux requêtes (dont une provenant d'une autorité administrative d'un Etat n'appartenant pas à l'Espace économique européen) en matière d'offres publiques frauduleuses de valeurs mobilières, cinq requêtes (dont deux provenant d'une autorité administrative d'un Etat n'appartenant pas à l'Espace économique européen) en matière de violation de l'obligation de déclaration des participations importantes, deux requêtes en matière de violation des règles de conduite, deux requêtes (dont une provenant d'une autorité administrative d'un Etat n'appartenant pas à l'Espace économique européen) en matière d'exercice illicite d'une activité du secteur financier, une requête en matière d'information fautive dans un prospectus d'offre publié dans le cadre d'une augmentation de capital et une requête en matière de violation de la législation boursière.

La CSSF a répondu à toutes ces requêtes dans le cadre de ses compétences légales. Elle n'a pas pu donner une suite favorable à une requête concernant une demande en matière d'informations comptables sur une société liée à une société cotée dans un Etat n'appartenant pas à l'Espace économique européen, les informations requises ne tombant pas dans le champ d'application des compétences de la CSSF.

2.2. Les enquêtes en matière de non-respect des règles de conduite du secteur financier

La circulaire CSSF 2000/15 concernant les règles de conduite des professionnels du secteur financier vise à assurer la protection des investisseurs et le respect de l'intégrité du marché. Dans ce cadre, la CSSF est intervenue en 2003 à huit reprises auprès d'établissements financiers membres de la Bourse de Luxembourg pour les rendre attentifs à leurs obligations en matière de déontologie, notamment afin qu'ils agissent conformément aux principes susmentionnés.

Les interventions de la CSSF ont été principalement motivées par un souci de protection des intérêts des investisseurs. Les décisions de mener une enquête ou d'intervenir auprès d'un professionnel du secteur financier se basent dans un premier temps sur des rapports

analytiques portant sur les activités de négociation quotidiennes de la Bourse de Luxembourg ainsi que sur l'analyse des transactions déclarées à la CSSF. Par la suite, la CSSF fait une synthèse de ces données en vue de conclure ou non à l'opportunité d'une intervention.

3. La pratique de la surveillance

Conformément à la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers, la CSSF exerce son activité dans les domaines de la surveillance des bourses, des offres publiques et des sociétés luxembourgeoises cotées.

3.1. La surveillance des bourses

L'établissement d'une bourse dans le secteur financier est subordonné à une concession accordée par règlement grand-ducal. La seule bourse qui bénéficie actuellement d'une telle concession est la Société de la Bourse de Luxembourg («Bourse de Luxembourg»), dont la CSSF surveille le bon fonctionnement du marché d'actifs financiers et la réglementation y relative. La CSSF assiste également aux réunions des instances boursières.

3.1.1. Les changements réglementaires

Dans son rapport annuel relatif à l'exercice 2002, la CSSF avait relevé qu'un grand nombre des demandes d'avis reçues en 2002 se rapportaient à des émissions structurées dont le produit a été investi intégralement ou en partie dans des fonds non soumis à une surveillance permanente dans leur pays d'origine. Cette tendance s'est d'ailleurs largement confirmée durant l'exercice 2003.

Dans ce contexte, il faut préciser que la décision de la CSSF de ne pas consentir à la cotation des instruments financiers structurés liés à des OPC étrangers non soumis à une surveillance dans leur pays d'origine se basait sur la décision du Gouvernement en Conseil du 4 mars 1988 relative à l'admission en Bourse de Luxembourg d'OPC étrangers non soumis à une surveillance à l'étranger. Conformément à cette décision, les OPC susmentionnés ne pouvaient pas faire l'objet d'une cotation en Bourse de Luxembourg.

Tenant compte des tendances du marché et de l'évolution législative en cette matière au niveau national et international, le Gouvernement en Conseil a reconsidéré la situation et a pris en date du 19 décembre 2003 la décision de rapporter la décision du 4 mars 1988 susmentionnée. En effet, le Gouvernement a estimé lors de cette prise de décision que l'interprétation restrictive de l'article 70 de la loi modifiée du 30 mars 1988 relative aux OPC n'est plus conforme à l'évolution nationale et internationale en la matière. Le Gouvernement a retenu en particulier qu'il n'est plus possible de généraliser le principe qu'une cotation en bourse constitue une offre ou une exposition publiques et qu'il doit être permis à la Bourse de Luxembourg de coter des OPC étrangers et des produits liés à de tels OPC sans être entravée par une approche qui n'a plus cours sur d'autres places financières.

La décision du Gouvernement en Conseil en date du 19 décembre 2003 permet ainsi à la CSSF de consentir à la cotation des instruments financiers susmentionnés. Les textes législatifs boursiers relatifs aux conditions d'admission et de contenu du prospectus applicables à cette catégorie d'instruments financiers sont en cours d'être adaptés à cette nouvelle situation.

3.1.2. Le marché assuré par la Bourse de Luxembourg et ses membres

La CSSF est informée sur base journalière des activités de marché ainsi que des problèmes rencontrés en relation avec ces activités par la voie d'un rapport d'activité qui lui est transmis par la Bourse de Luxembourg.

En ce qui concerne les activités de marché, on constate que le volume de transactions a diminué de 54,43% par rapport à 2002 pour atteindre EUR 792,84 millions. Le volume de transactions en

valeurs à revenu variable représente 52,11% des échanges contre 47,89% pour les obligations.

En fin d'année 2003, la Bourse de Luxembourg comptait 71 membres (contre 76 en 2002) dont 17 étaient des *cross members*.

S'il est vrai que le volume a diminué en 2003, l'année était néanmoins marquée par une activité intense dans le domaine des admissions à la Bourse de Luxembourg. 8.246 nouvelles valeurs (contre 7.513 en 2002) ont ainsi été admises, ce qui revient à une progression d'environ 10% en ce qui concerne le nombre de lignes de cotation, comparée à une progression de 4% en 2002. Le nombre total de valeurs admises au 31 décembre 2003 s'élevait à 29.102 valeurs (contre 26.486 en 2002) réparties en 21.285 obligations, 268 actions, 1.795 warrants et droits et 5.754 organismes de placement collectif et compartiments d'OPC.

3.2. La documentation relative aux offres publiques et aux cotations

Les services de la Bourse de Luxembourg sont chargés, sous le contrôle de la CSSF, de l'instruction des prospectus conformément au règlement grand-ducal du 28 décembre 1990 relatif aux conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique ou d'admission à la cote officielle de valeurs mobilières. Conformément au règlement grand-ducal, la Bourse de Luxembourg est chargée du visa des prospectus à publier en cas d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle ainsi qu'en cas d'offres publiques de valeurs mobilières suivies d'une cotation en Bourse de Luxembourg. Les prospectus relatifs aux offres publiques de valeurs mobilières non suivies de cotation sont visés par la CSSF.

Au cours de l'année 2003, vingt-cinq offres publiques de valeurs mobilières ont été faites au Luxembourg, dont dix-sept étaient des offres publiques d'échange par rapport à des valeurs cotées en Bourse de Luxembourg. La CSSF a visé la documentation relative à sept offres publiques qui n'ont pas fait l'objet d'une demande d'admission à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg.

Dans le cadre de l'approbation des documents d'offre et des prospectus de cotation, les critères de surveillance que la CSSF applique à l'égard de la Bourse de Luxembourg sont basés sur une étroite collaboration entre la Bourse et l'autorité de surveillance.

Au cours de l'exercice 2003, la Bourse de Luxembourg a sollicité l'avis de la CSSF en relation avec une trentaine de dossiers soumis pour l'instruction de prospectus d'offre publique ou d'admission à la cote officielle. Par ailleurs, vingt-sept demandes de dérogation par rapport à des dispositions spécifiques de la réglementation en matière de prospectus ont été transmises par l'intermédiaire de la Bourse à la CSSF. Dix-sept d'entre elles étaient dûment justifiées et ont été accordées.

Dans le domaine de la coopération avec les autorités étrangères en matière de reconnaissance mutuelle de prospectus, la CSSF a délivré des certificats d'approbation relatifs à 59 émissions, lors de demandes d'offre publique ou d'admission à la cote officielle présentées simultanément ou à des dates rapprochées dans plusieurs Etats membres de l'Espace économique européen.

3.3. Les sociétés luxembourgeoises cotées en Bourse de Luxembourg

3.3.1. L'information financière diffusée par les sociétés cotées

La loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers fixe le principe d'un contrôle de l'information financière diffusée par les sociétés admises à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg. Le nombre de sociétés luxembourgeoises dont les actions sont cotées s'élevait à 45 au 31 décembre 2003.

- **Le règlement IAS**

Le règlement IAS du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 prévoit l'obligation pour les sociétés, dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, de dresser leurs états financiers consolidés conformément aux normes IAS.

Dans la continuation des travaux entamés en 2002, la CSSF a exploité et analysé les réponses reçues dans le cadre de son courrier adressé aux sociétés de droit luxembourgeois dont les actions sont cotées en Bourse de Luxembourg afin de connaître l'avancement des travaux d'adaptation entrepris par les sociétés visées par la première étape du règlement IAS prévue pour 2005.

En vue d'estimer l'envergure de la mise en application de la deuxième étape prévue par le règlement IAS et dans le cadre de sa participation au groupe CESRFin, la CSSF a commencé une analyse sur les sociétés de droit luxembourgeois dont seulement les valeurs autres que de capital sont cotées.

- **Le contrôle de l'information financière**

La CSSF vérifie l'ensemble des informations financières qui lui sont soumises, notamment les rapports annuels et semestriels publiés par les sociétés de droit luxembourgeois dont les actions et parts sont admises à la cote officielle d'une bourse établie à Luxembourg. La CSSF peut demander au réviseur professionnel indépendant de lui remettre un rapport écrit sur les comptes annuels individuels et consolidés de ces sociétés.

En raison des difficultés liées à la transition de certaines sociétés cotées vers les normes IAS/IFRS, la CSSF a agi avec prudence dans la formulation d'observations et de questions suite à l'examen des rapports annuels. La CSSF est ainsi intervenue à plusieurs reprises en relation avec les informations financières qui lui ont été soumises en 2003.

La CSSF est intervenue avec vigueur envers une société après avoir constaté des infractions aux obligations d'informations financières continues, aux obligations de déclarations de participations importantes ainsi qu'aux obligations légales en matière comptable. Après une entrevue avec les représentants de cette société, suivie de plusieurs échanges de courrier, la CSSF a communiqué ses griefs à la Bourse de Luxembourg, qui a décidé de procéder à la radiation des titres de la cote officielle, et a fait suivre le dossier au Procureur d'Etat en relation avec les suspicions d'infractions à la loi luxembourgeoise.

Lors de la revue des comptes d'une autre société de droit luxembourgeois dont les titres sont admis à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg, la CSSF a considéré que les comptes non consolidés de la société ne reflétaient pas la réalité économique et a, par conséquent, demandé à la société de procéder à la préparation de comptes consolidés, intégrant ainsi toutes les sociétés du groupe desquelles elle retient les risques et bénéfices. La CSSF est intervenue en ce sens auprès des responsables de la société concernée.

Dans le cadre d'une question relative à l'application de l'article 9 du règlement IAS, la CSSF a donné une réponse négative puisqu'elle est d'avis que la société devra appliquer les normes IAS/IFRS à partir de 2005 étant donné que cette dernière ne fournit à l'heure actuelle qu'une réconciliation aux normes comptables en vigueur aux Etats-Unis.

3.3.2. Les déclarations de participations importantes

La CSSF contrôle de façon systématique le respect de la loi du 4 décembre 1992 sur les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse, notamment en ayant recours aux listes de présence aux assemblées générales ordinaires ou extraordinaires ainsi qu'à diverses autres sources d'information.

Ainsi, la CSSF est plus spécifiquement intervenue dans un cas où la transparence des opérations n'était pas assurée. Après plusieurs échanges de courrier, les détails des opérations ont été déclarés conformes aux dispositions légales.

