

CHAPITRE VI



LA SURVEILLANCE DES MARCHES 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

LA SURVEILLANCE DES MARCHES D'ACTIFS FINANCIERS

1. LES DECLARATIONS DES TRANSACTIONS SUR ACTIFS FINANCIERS

1.1. Exécution de l'obligation de déclaration

Aucun changement en matière de la législation relative aux déclarations des transactions sur actifs financiers n'étant intervenu au cours de l'année 2004, le plus grand poids a pu être mis sur le volet surveillance des entreprises d'investissement afin qu'elles satisfassent aux 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.

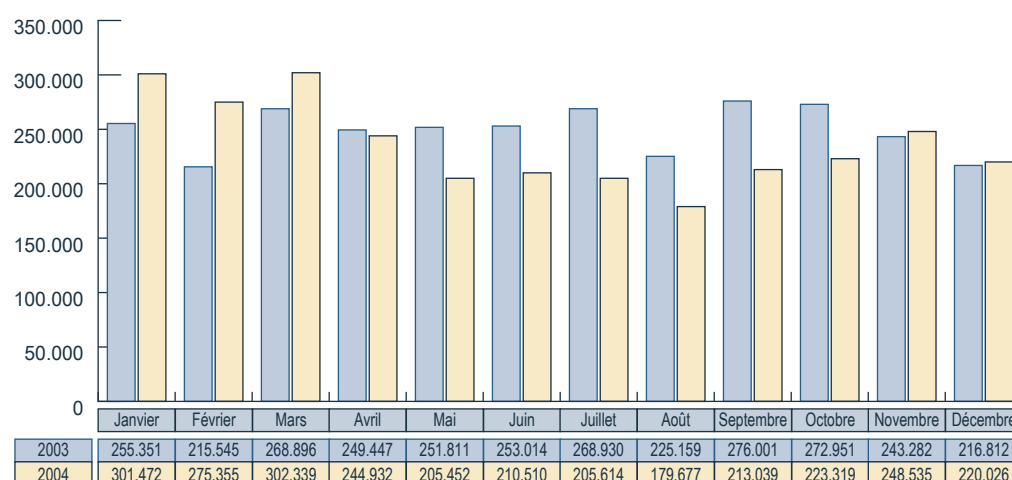
Dans ce contexte et dans le cadre de sa mission de surveillance journalière, la CSSF a adressé aux entreprises d'investissement au total 82 courriers sur les sujets suivants :

Sujet	Nombre
Envoi du recueil aux nouvelles entreprises	6
Autorisations / refus divers (déclarations par fax, dérogations, sursis)	6
Irrégularités reporting (problèmes techniques, cours erronés, cours déviant du marché, opérations de compensation)	31
Demande d'explications	20
Règles de déontologie	5
Rappels	9
Divers	5
Total	82

1.2. Evolution des déclarations sur actifs financiers

Le nombre de déclarations de transactions envoyées en 2004 était de 2.830.270, soit une baisse de 5,57% par rapport à l'année 2003 où le nombre de déclarations de transactions s'élevait à 2.997.199.

Volume mensuel des déclarations



Ventilation des transactions par type d'instrument

Type d'instrument	Nombre de déclarations (en % du total)	
	2003	2004
Actions	62,19%	63,11%
Obligations	33,34%	32,78%
Futures	0,99%	0,90%
Options	1,77%	1,67%
Warrants	1,37%	1,38%
Obligations cum warrant	0,34%	0,16%

L'ensemble de ces données permet d'observer les tendances sur les marchés européens 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 ENQUETES MENEES PAR LA CSSF DANS LE CADRE DE LA SURVEILLANCE DES MARCHES D'ACTIFS FINANCIERS

Il y a lieu de distinguer entre les enquêtes menées en matière d'infractions boursières, 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 et les enquêtes menées dans le cadre de la surveillance générale des marchés d'actifs financiers.

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**

Au cours de l'année 2004, la CSSF a ouvert une enquête pour suspicion d'une violation de la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés. Cette enquête est toujours en cours.

Dans une enquête déjà ouverte en 2003, la CSSF a pris la décision de communiquer le dossier au Procureur d'Etat en vertu de l'article 6, paragraphe 2, de la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés. L'information privilégiée visée se rapportait à des états financiers intérimaires d'une société cotée. La CSSF a pris en compte les différents pièces et éléments d'informations qui lui sont parvenus suite à ses investigations sur le plan national et international.

Une deuxième enquête ouverte en 2003 et qui a porté sur plusieurs sociétés cotées a été classée sans suites.

LA SURVEILLANCE DES MARCHES D'ACTIFS FINANCIERS

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

A la demande de certains investisseurs, la CSSF a mené des investigations dans une enquête en matière de manipulation de cours sur un titre admis à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg ainsi que sur une autre bourse européenne. Sur base de l'analyse des éléments obtenus, la CSSF n'a pas pu conclure à une manipulation du prix du titre coté par des moyens frauduleux quelconques et a classé l'affaire sans suites.

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

- ***Principes à respecter lors de la communication d'informations***

Au cours des dernières années, la CSSF a été confrontée à plusieurs reprises à des demandes concernant la communication directe d'informations par les professionnels du secteur financier luxembourgeois à des autorités étrangères. La raison principale sous-jacente à ces demandes est le respect des conditions de fonctionnement de marchés réglementés étrangers. En pratique, certains marchés étrangers disposent que les établissements financiers étrangers ne peuvent y traiter et/ou y accéder qu'à condition de souscrire à la communication directe, aux instances du marché et/ou aux autorités de surveillance des marchés de ces pays, d'informations sur les bénéficiaires finaux des opérations effectuées. Le secret bancaire luxembourgeois peut-il s'opposer à cette communication avec pour effet de constituer une barrière à l'entrée de ces marchés, empêchant les clients de professionnels du secteur financier luxembourgeois de bénéficier de l'accès à ces marchés ?

La CSSF est d'avis qu'un professionnel du secteur financier luxembourgeois peut directement communiquer les informations confidentielles relatives à un client à une instance du marché et/ou à une autorité de surveillance des marchés étrangère sous condition que le client concerné ait donné préalablement son consentement écrit spécifique, mandatant ainsi le professionnel de révéler de telles informations confidentielles à un tiers. Le but principal du secret bancaire étant la protection du client, ce dernier peut en effet consentir à ce que certaines informations confidentielles le concernant puissent être révélées à un tiers. Il est renvoyé dans ce contexte à l'annexe du Rapport d'activités 2003 de la CSSF concernant la nature et la portée du secret bancaire.

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

Au cours de l'année 2004, la CSSF a traité 47 requêtes concernant des enquêtes en matière de délits d'initiés (contre 51 en 2003).

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 quatre requêtes d'autorités étrangères en matière de manipulations de cours, cinq requêtes en matière d'offres publiques frauduleuses de valeurs mobilières, deux requêtes en matière de violation de l'obligation de déclaration des participations importantes, une requête en matière d'escroquerie financière provenant d'une autorité administrative d'un Etat n'appartenant pas à l'Espace économique européen, deux requêtes relatives au non-respect de la politique d'investissement d'OPC, une requête se rapportant à une information erronée dans le prospectus d'offre dans le cadre d'une augmentation de capital, deux requêtes relatives à des informations financières diffusées par des sociétés cotées (dont une provenant d'une autorité administrative d'un Etat n'appartenant pas à l'Espace économique européen) et une requête couvrant plusieurs violations des réglementations boursières à travers plusieurs Etats membres de l'Union européenne.

2.2. Les enquêtes en matière de non-respect des règles de conduite du secteur financier et les enquêtes menées dans le cadre de la surveillance générale des marchés d'actifs financiers

Les interventions de la CSSF en matière de non-respect des règles de conduite du secteur financier et/ou dans le cadre de la surveillance générale des marchés d'actifs financiers sont principalement motivées par un souci de protection des intérêts des investisseurs et de respect de l'intégrité du marché. 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 sur l'opportunité d'une intervention.

Dans ce contexte, la CSSF a mené en 2004 une enquête qui a porté sur plusieurs titres cotés en Bourse de Luxembourg. Lors de cette enquête, la CSSF est intervenue pour rappeler à une entreprise d'investissement que les opérations sans réel changement de propriété sont contraires aux règles de déontologie établies par le Règlement d'Ordre Intérieur de la Bourse de Luxembourg et aux dispositions de la circulaire CSSF 2000/15 concernant les règles de conduite du secteur financier, qui indique plus précisément dans sa section IV. que : *«Le professionnel s'abstient de tout acte susceptible de porter atteinte à la transparence du marché et au bon déroulement des activités sur le marché. Il lui est interdit de manipuler le marché, seul ou avec d'autres, à son avantage ou à l'avantage d'un tiers, au moyen de quelque acte ou série d'actes que ce soit, de silences, de diffusion de fausses informations ou de rumeurs, par l'utilisation de pratiques trompeuses ou par tout autre moyen, sans préjudice du droit d'intervention des professionnels afin d'assurer la bonne fin d'émissions de titres ou de stabiliser les cours des titres.»* et que le professionnel a *«l'obligation de se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de ses activités de manière à promouvoir au mieux les intérêts de ses clients et l'intégrité du marché»*. A la suite de l'intervention de la CSSF, l'entreprise d'investissement concernée a cessé les activités en cause. A noter que certains autres volets liés à cette enquête sont toujours en cours.

L'année 2004 a également été marquée par la phase finale de l'abolition progressive de la loi Rau qui engendrait un désinvestissement des OPC «loi Rau» en titres émis par des sociétés luxembourgeoises. La CSSF a mené une enquête afin d'analyser les conséquences éventuelles des transactions de vente sur le marché boursier luxembourgeois. Aucune irrégularité n'a pu être constatée dans ce contexte.

Lors de cette même enquête, un deuxième volet plus technique a pu être contrôlé, à savoir la qualité des déclarations de transactions transmises à la CSSF conformément à la circulaire CSSF 99/7. En conclusion de cette partie de l'analyse, la CSSF a constaté des manquements significatifs auprès de certaines parties déclarantes. Ces manquements ont en général été expliqués par la complexité technique et administrative dans ce domaine et ont été redressés par la suite.

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 dont la CSSF surveille le bon fonctionnement du marché d'actifs financiers et la réglementation y relative.

3.1.1. Les changements réglementaires

Dans son rapport annuel relatif à l'exercice 2003, la CSSF avait relevé que la décision du Gouvernement en Conseil en date du 19 décembre 2003 de rapporter 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 lui permettait dorénavant de consentir à la cotation des OPC étrangers non soumis à une surveillance permanente dans leur pays d'origine et à la cotation des instruments financiers dont le produit est investi intégralement ou en partie dans des fonds non soumis à une surveillance permanente dans leur pays d'origine.

Au cours de l'exercice 2004, les textes législatifs applicables en la matière et notamment les conditions d'admission applicables pour ce genre d'instruments financiers ont été adaptés à cette nouvelle situation moyennant une modification du Règlement d'Ordre Intérieur de la Bourse de Luxembourg. La Bourse de Luxembourg a introduit des critères certes plus flexibles qu'auparavant, sans pour autant perdre de vue son objectif de n'admettre que des OPC de qualité élevée.

En conséquence, la CSSF a aboli la circulaire CaB 91/3 du 17 juillet 1991 concernant l'admission à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg d'OPC étrangers basée 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 et publié la circulaire CSSF 04/151 concernant les informations devant figurer dans le prospectus d'admission à la cote officielle pour les catégories de valeurs mobilières suivantes :

- A) actions et parts émises par des organismes de placement collectif étrangers dont les titres ne font pas l'objet d'une exposition, offre ou vente publiques dans le ou à partir du Luxembourg,
- B) valeurs mobilières qui sont remboursables ou échangeables en actions ou parts d'OPC ou dont le revenu et/ou le remboursement est/sont lié(s) à des actions ou parts sous-jacentes d'OPC.

En effet, la limitation des schémas détaillant les informations devant figurer dans le prospectus de cotation relatif à différentes catégories de valeurs mobilières (annexés 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) aux catégories de valeurs mobilières couramment négociées lors de l'établissement des directives applicables en la matière s'était révélée ne plus être adaptée à l'évolution des marchés. En particulier, les schémas en question n'étaient pas entièrement adaptés aux catégories de valeurs mobilières visées aux points A et B ci-dessus.

C'est pourquoi la CSSF a jugé utile de préciser dans la circulaire CSSF 04/151 les informations spécifiques à insérer dans le prospectus d'admission à la cote officielle relatives aux catégories de valeurs mobilières décrites aux points A et B ci-dessus.

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 augmenté de 50,71% par rapport à 2003 pour atteindre EUR 1.195,64 millions. Le volume de transactions en valeurs à revenu variable représente 50,55% des échanges contre 49,45% pour les obligations.

En fin d'année 2004, la Bourse de Luxembourg comptait 68 membres (contre 71 en 2003) dont 11 étaient des *cross members*.

L'année 2004 était de nouveau marquée par une activité intense dans le domaine des admissions à la Bourse de Luxembourg. 9.143 nouvelles valeurs ont ainsi été admises, ce qui revient à une progression d'environ 11% en ce qui concerne le nombre des lignes de cotation, comparée à une progression d'environ 10% en 2003. Le nombre total de valeurs admises au 31 décembre 2004 s'élevait à 33.022 valeurs réparties en 24.292 obligations, 261 actions, 2.414 warrants et droits et 6.055 organismes de placement collectif et compartiments d'OPC luxembourgeois et étrangers.

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 2004, trente-cinq offres publiques de valeurs mobilières ont été faites au Luxembourg, dont vingt et une étaient des offres publiques d'échange par rapport à des valeurs cotées en Bourse de Luxembourg. La CSSF a visé la documentation relative à quatre offres publiques qui n'ont pas fait l'objet d'une demande d'admission à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg.

Au cours de l'exercice 2004, la Bourse de Luxembourg a sollicité l'avis écrit de la CSSF en relation avec une douzaine de dossiers soumis pour l'instruction de prospectus d'offre publique ou d'admission à la cote officielle. Par ailleurs, quinze 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. Six 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 114 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 42 au 31 décembre 2004.

Le règlement (CE) N° 1606/2002 du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales (règlement IAS) prévoit l'obligation pour les sociétés régies par le droit national d'un Etat membre, dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, de dresser leurs états financiers consolidés conformément aux normes comptables internationales IAS/IFRS pour chaque exercice commençant le 1^{er} janvier 2005 ou après cette date.

LA SURVEILLANCE DES MARCHES D'ACTIFS FINANCIERS

La directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation (directive prospectus) et la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (directive transparence) ont été adoptées par la suite dans le même objectif d'harmonisation de la présentation des états financiers relatifs aux sociétés cotées. Alors que le règlement IAS ne vise que les sociétés régies par le droit national d'un Etat membre, les directives prospectus et transparence élargissent le champ d'application aux émetteurs de valeurs mobilières admises à un marché réglementé qui ont leur siège statutaire dans un Etat tiers.

Dans la continuation de ses travaux dans le domaine de l'application des normes comptables IAS/IFRS, la CSSF a suivi en 2004 les travaux d'adaptation entrepris par les sociétés de droit luxembourgeois dont les actions sont admises sur le marché de la Bourse de Luxembourg et a sensibilisé les intervenants sur le marché luxembourgeois aux problèmes liés à la transition vers ces normes comptables.

La CSSF a entamé des analyses sur les normes comptables utilisées actuellement par :

- les sociétés de droit luxembourgeois dont des titres autres que des actions sont admises sur le marché réglementé de la Bourse de Luxembourg, et
- les sociétés étrangères dont les valeurs mobilières sont admises sur le marché réglementé de la Bourse de Luxembourg,

en vue de pouvoir estimer les conséquences sur le marché luxembourgeois de l'application des normes comptables IAS/IFRS ou de normes comptables considérées comme étant équivalentes aux normes prévues par le règlement IAS, la directive prospectus et la directive transparence.

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

La CSSF vérifie les 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.

Etant donné que l'on se situe actuellement dans une phase marquée par la transition de certaines sociétés cotées vers les normes IAS/IFRS, la CSSF a souvent été contactée en vue de clarifier l'application au Luxembourg des dispositions prévues par le règlement IAS et des options laissées aux Etats membres sous ce règlement ainsi que l'éventuelle interaction du règlement IAS avec les directives prospectus et transparence.

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.



| Service Surveillance des marchés d'actifs financiers

Première rangée de gauche à droite :

Malou HOFFMANN | Françoise KAUTHEN | Mylène HENGEN | Maggy WAMPACH

Deuxième rangée de gauche à droite :

Annick ZIMMER | Marie-Josée PULCINI | Marc LIMPACH | Jean-Christian MEYER | Simone GLOESENER

Absents :

Sylvie NICOLAY-HOFFMANN | Pierre VAN DE BERG