



EIDGENÖSSISCHE BANKENKOMMISSION
COMMISSION FÉDÉRALE DES BANQUES
COMMISSIONE FEDERALE DELLE BANCHE
CUMMISSIUN FEDERALA DA LAS BANCAS

Bulletin

EBK CFB
EBK CFB
EBK CFB
EBK CFB
EBK CFB
EBK CFB

Heft / Fascicule 37

1999



EIDGENÖSSISCHE BANKENKOMMISSION
COMMISSION FÉDÉRALE DES BANQUES
COMMISSIONE FEDERALE DELLE BANCHE
CUMMISSIUN FEDERALA DA LAS BANCAS

Bulletin

EBK CFB
EBK CFB
EBK CFB
EB K CFB
EB K CFB
EB K CFB

Heft / Fascicule 37

1999

Herausgeber Eidg. Bankenkommission
Editeur Commission fédérale des banques

Marktgasse 37, Postfach, 3001 Bern
Telefon 031 322 69 11
Telefax 031 322 69 26

Vertrieb Eidg. Drucksachen- und Materialzentrale
Diffusion Office central fédéral des imprimés et du matériel

3000 Bern / 3000 Berne

Telefon 031 / 322 39 08
Téléphone 031 / 322 39 08

Telefax 031 / 322 39 75
Téléfax 031 / 322 39 75

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Verzeichnis der Abkürzungen	6
Angabe der Kapitaleigner im Anhang zum Einzelabschluss	13
Internationale Amtshilfe	19
Internationale Amtshilfe	21
Unterstellungspflicht eines ausländischen Effektenhändlers in der Schweiz; von der Liquidation betroffene Vermögenswerte	27
IOSCO, Ziele und Grundsätze der Marktregulierung (September 1998)	35

Sommaire

Page

Tableau des abréviations	6
Indication des propriétaires de capital dans l'annexe du bouclement individuel	13
Entraide administrative internationale	19
Entraide administrative internationale	21
Assujettissement d'un négociant étranger actif en Suisse, valeurs patrimoniales comprises dans la liquidation	27
OICV, Objectifs et principes de la régulation financière (septembre 1998)	34

Sommario

	Pagina
Elenco delle abbreviature	6
Indicazione dei proprietari di capitali nell'allegato della chiusura individuale	13
Assistenza amministrativa internazionale	19
Assistenza amministrativa internazionale	22
Assoggettamento di un commerciante straniero attivo in Svizzera, valori patrimoniali compresi nella liquidazione	27
IOSCO, Obiettivi e principi della regolazione finanziaria (settembre 1998)	36

Verzeichnis der Abkürzungen

Tableau des abréviations

Elenco delle abbreviature

English abbreviations

ABV	Verordnung über die ausländischen Banken in der Schweiz vom 21. Oktober 1996 (Auslandbankenverordnung, SR 952.111) OBE/OBE/FBO
AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Anlagefondsgesetz, SR 951.31) LFP/LFI/IFA
AFV	Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (SR 951.311) OFF/OFI/IFO
AFV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Anlagefonds vom 27. Oktober 1994 (SR 951.311.1) OFF-CFB/OFI-CFB/IFO-SFBC
APA	Federal Act on Administrative Procedure of 20 December 1968 (Administrative Procedure Act 1968) VwVG/PA/PA
AS	Amtliche Sammlung des Bundesrechts RO/RU/RO
ATF	Arrêts du Tribunal fédéral suisse BGE/DTF/ATF
ATF	Decisions of the Federal Supreme Court BGE/ATF/DTF
BA	Federal Banking Act of 8 November 1934 (Banking Act 1934) BankG/LB/LBCR
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz, SR 952.0) LB/LBCR/BA

BankV	Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972 (Bankenverordnung, SR 952.02) OB/OBCR/BAO
BBI	Bundesblatt FF/FF/FF
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz, SR 954.1) LBVM/LBVM/SESTA
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel vom 2. Dezember 1996 (Börsenverordnung, SR 954.11) OBVM/OBVM/SESTO
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997 (Börsenverordnung-EBK, SR 954.193) OBVM-CFB/OBVM-CFB/SESTO-SFBC
BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts ATF/DTF/ATF
BO	Ordinance to the Federal Banking Act of 17 May 1972 (Banking Ordinance 1972) BankV/OB/OBCR
BZP	Bundesgesetz über den Bundeszivilprozess vom 4. Dezember 1947 (SR 273) PCF/PC
CFB	Commission fédérale des banques EBK/CFB/SFBC
CFB	Commissione federale delle banche EBK/CFB/SFBC
DTF	Decisioni del Tribunale federale svizzero BGE/ATF/ATF
EBK	Eidgenössische Bankenkommission CFB/CFB/SFBC

EBK-GebV	Verordnung über die Erhebung von Abgaben und Gebühren durch die Eidg. Bankenkommision vom 2. Dezember 1996 (SR 611.014) Oém-CFB/Oem-CFB
EBK-Regl	Reglement über die Eidgenössische Bankenkommision vom 25. Juni 1997 (SR 952.721) Règl-CFB/Reg-CFB
FBO	Ordinance on Foreign Banks in Switzerland of 21 October 1996 (Foreign Banks Ordinance 1996) ABV/OBE/OBE
FF	Federal journal BBI/FF/FF
FF	Feuille fédérale BBI/FF/FF
FF	Foglio federale BBI/FF/FF
IFA	Federal Act on Investment Funds of 18 March 1994 (Investment Fund Act 1994) AFG/LFP/LFI
IFO	Ordinance of the Federal Council on Investment Funds of 19 October 1994 (Investment Fund Ordinance 1994) AFV/OFP/OFI
IFO-SFBC	Ordinance of the Swiss Federal Banking Commission on Investment Funds of 27 October 1994 (Investment Fund Ordinance of the Banking Commission 1994) AFV-EBK/OFP-CFB/OFI-CFB
LB	Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934 (Loi sur les banques, RS 952.0) BankG/LBCR/BA
LBCR	Legge federale su le banche e le casse di risparmio dell'8 novembre 1934 (Legge sulle banche, RS 952.0) BankG/LB/BA
LBVM	Legge federale sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 24 marzo 1995 (Legge sulle borse, RS 954.1) BEHG/LBVM/SESTA

LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (Loi sur les bourses, RS 954.1) BEHG/LBVM/SESTA
LFI	Legge federale sui fondi d'investimento del 18 marzo 1994 (RS 951.31) AFG/LFP/IFA
LFP	Loi fédérale sur les fonds de placement du 18 mars 1994 (RS 951.31) AFG/LFI/IFA
OB	Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 17 mai 1972 (Ordonnance sur les banques, RS 952.02) BankV/OBCR/BAO
OBCR	Ordinanza su le banche e le casse di risparmio del 17 maggio 1972 (Ordinanza sulle banche, RS 952.02) BankV/OB/BAO
OBE	Ordinanza concernente le banche estere in Svizzera del 21 ottobre 1996 (Ordinanza sulle banche estere, RS 952.111) ABV/OBE/FBO
OBE	Ordonnance concernant les banques étrangères en Suisse du 21 octobre 1996 (Ordonnance sur les banques étrangères, RS 952.111) ABV/OBE/FBO
OBVM	Ordinanza sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 2 dicembre 1996 (Ordinanza sulle borse, RS 954.11) BEHV/OBVM/SESTO
OBVM	Ordonnance sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996 (Ordonnance sur les bourses, RS 954.11) BEHV/OBVM/SESTO
OBVM-CFB	Ordinanza della Commissione federale delle banche sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 25 giugno 1997 (Ordinanza sulle borse della CFB, RS 954.193) BEHV-EBK/OBVM-CFB/SESTO-SFBC

OBVM-CFB	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 25 juin 1997 (Ordonnance sur les bourses de la CFB, RS 954.193) BEHV-EBK/OBVM-CFB/SESTO-SFBC
Oem-CFB	Ordinanza sulla riscossione di tasse e emolumenti da parte della Commissione federale delle banche del 2 dicembre 1996 (RS 611.014) EBK-GebV/Oém-CFB
Oém-CFB	Ordonnance réglant la perception de taxes et d'émoluments par la Commission fédérale des banques du 2 décembre 1996 (RS 611.014) EBK-GebV/Oem-CFB
OFI	Ordinanza sui fondi d'investimento del 19 ottobre 1994 (RS 951.311) AFV/OFP/IFO
OFI-CFB	Ordinanza della Commissione federale delle banche sui fondi d'investimento del 27 ottobre 1994 (RS 951.311.1) AFV-EBK/OFP-CFB/IFO-SFBC
OFP	Ordonnance sur les fonds de placement du 19 octobre 1994 (RS 951.311) AFV/OFI/IFO
OFP-CFB	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les fonds de placement du 27 octobre 1994 (RS 951.311.1) AFV-EBK/OFI-CFB/IFO-SFBC
OG	Bundesgesetz über die Organisation der Bundesrechtspflege vom 16. Dezember 1943 (Bundesrechtspflegegesetz, SR 173.110) OJ/OG
OG	Legge federale sull'organizzazione giudiziaria del 16 dicembre 1943 (Organizzazione giudiziaria, RS 173.110) OG/OJ
OJ	Loi fédérale d'organisation judiciaire du 16 décembre 1943 (Organisation judiciaire, RS 173.110) OG/OG

PA	Legge federale sulla procedura amministrativa del 20 dicembre 1968 (RS 172.021) VwVG/PA/APA
PA	Loi fédérale sur la procédure administrative du 20 décembre 1968 (RS 172.021) VwVG/PA/APA
PC	Legge di procedura civile federale del 4 dicembre 1947 (RS 273) BZP/PCF
PCF	Loi fédérale de procédure civile fédérale du 4 décembre 1947 (RS 273) BZP/PA
Reg-CFB	Regolamento della Commissione federale delle banche del 25 giugno 1997 (RS 952.721) EBK-Regl/Règl-CFB
Règl-CFB	Règlement de la Commission fédérale des banques du 25 juin 1997 (RS 952.721) EBK-Regl/Reg-CFB
RO	Official chronological collection of the federal legislation AS/RO/RU
RO	Recueil officiel des lois fédérales AS/RU/RO
RS	Raccolta sistematica del diritto federale SR/RS/RS
RS	Recueil systématique du droit fédéral SR/RS/RS
RS	Systematic collection of the federal legislation SR/RS/RS
RU	Raccolta ufficiale delle leggi federali AS/RO/RO
SESTA	Federal Act on Securities Exchanges and Securities Trading of 24 March 1995 (Securities Act 1995) BEHG/LBVM/LBVM

SESTO	Ordinance of the Federal Council to the Federal Act on Securities Exchanges and Securities Trading of 2 December 1996 (Securities Ordinance 1996) BEHV/OBVM/OBVM
SESTO-SFBC	Ordinance of the Swiss Federal Banking Commission to the Federal Act on Securities Exchanges and Securities Trading of 25 June 1997 (Securities Ordinance of the Banking Commission 1997) BEHV-EBK/OBVM-CFB/OBVM-CFB
SFBC	Swiss Federal Banking Commission EBK/CFB/CFB
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts RS/RS/RS
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (SR 172.021) PA/PA/APA

Entscheid des Bundesgerichts vom 11. September 1998 i. S. BZ Bank AG und BZ Gruppe Holding AG gegen EBK

Art. 25c Abs. 1 Ziff. 3.10.2 BankV, Angabe der Kapitaleigner im Anhang zum Einzelabschluss.

Die Offenlegung der Kapitaleigner ist gesetzeskonform. Für die Publikation muss auf die wirtschaftliche Berechtigung an den Stimmrechten abgestellt werden.

Art. 25c al. 1 ch. 3.10.2 OB, indication des propriétaires de capital dans l'annexe du bouclement individuel.

La publication des détenteurs de capital est conforme à la loi. Cette publication doit porter sur les ayants droit économiques des droits de vote.

Art. 25c cpv. 1 cf. 3.10.2 OBCR, indicazione dei proprietari di capitali nell'allegato della chiusura individuale.

La pubblicazione dei detentori di capitali è conforme alla legge. Questa pubblicazione deve vertere sugli aventi diritto economico dei diritti di voto.

Sachverhalt (Auszug):

Die EBK verpflichtete am 28. Januar 1998 die BZ Bank AG, Wilen, im Anhang ihrer Jahresrechnung alle direkten und indirekten Kapitaleigner, deren Beteiligung am Bilanzstichtag 5% sämtlicher Stimmrechte übersteigt, mit Namen und prozentualer Beteiligung zu nennen. Die BZ Bank AG und die BZ Gruppe Holding AG haben hiergegen am 2. März 1998 Verwaltungsgerichtsbeschwerde eingereicht mit dem Antrag, diese Verfügung aufzuheben. Sie wenden ein, der in der Bankenverordnung und den entsprechenden Richtlinien vorgesehenen Verpflichtung, die Kapitaleigner bekannt zu geben, fehle die erforderliche gesetzliche Grundlage. Das Bundesgericht weist die Verwaltungsgerichtsbeschwerde ab.

Aus den Erwägungen:

2.– a) Das Bundesgericht kann auf Verwaltungsgerichtsbeschwerde hin Verordnungen des Bundesrats vorfrageweise auf ihre

Gesetz- und Verfassungsmässigkeit hin prüfen. Bei unselbständigen Verordnungen, die sich auf eine gesetzliche Delegation stützen, untersucht es, ob sich der Bundesrat an die Grenzen der ihm im Gesetz eingeräumten Befugnisse gehalten hat. Soweit das Gesetz den Bundesrat nicht ermächtigt, von der Verfassung abzuweichen, befindet das Gericht auch über die Verfassungsmässigkeit der unselbständigen Verordnung. Räumt die gesetzliche Delegation dem Bundesrat einen weiten Ermessensspielraum für die Regelung auf Verordnungsstufe ein, ist dieser für das Bundesgericht nach Art. 113 Abs. 3 und Art. 114^{bis} Abs. 3 BV jedoch verbindlich. Es darf in diesem Fall nicht sein eigenes Ermessen an die Stelle jenes des Bundesrats setzen, sondern kann lediglich prüfen, ob die Verordnung den Rahmen der dem Bundesrat delegierten Kompetenzen offensichtlich sprengt oder sich aus anderen Gründen als gesetz- oder verfassungswidrig erweist (BGE 122 II 411 E. 3b S. 416 f.; 121 II 465 E. 2a S. 467, je mit Hinweisen).

b) Nach Art. 6 Abs. 4 BankG haben die Banken ihre Jahresrechnungen zu veröffentlichen. Der Bundesrat legt unter anderem fest, wie diese zu gliedern und in welcher Form, in welchem Umfang sowie innert welcher Frist sie der Öffentlichkeit zugänglich zu machen sind (Art. 6 Abs. 5 BankG; französischer Wortlaut: «... détermine les éléments qui doivent figurer dans les comptes annuels»; italienischer Wortlaut: «...stabilisce quali elementi devono figurare nei conti annuali...»). Gestützt hierauf hat der Bundesrat in den Art. 23–28 der Bankenverordnung die Anforderungen detailliert, denen die Jahresrechnung zu genügen hat. Art. 25c Abs. 1 Ziff. 3.10.2 BankV bestimmt dabei, dass die Kapitaleigner und stimmrechtsgebundenen Gruppen, deren Beteiligung am Bilanzstichtag 5% aller Stimmrechte übersteigt, im Anhang mit Namen und prozentualer Beteiligung aufzuführen sind, wobei Privatbankiers hiervon ausgenommen werden. Die Richtlinien der EBK vom 14. Dezember 1994 zu den Rechnungslegungsvorschriften der Art. 23–27 BankV (veröffentlicht in Thévenoz/Zulauf [Hrsg.], Bank- und Finanzmarktrecht 1998, 31A–10) sehen in Rz. 175 ihrerseits vor, dass die Offenlegung nach dem Prinzip der wirtschaftlichen Betrachtungsweise sowohl für die direkten wie die indirekten Kapitaleigner gilt.

c) aa) Wieweit die dem Bundesrat in Art. 6 Abs. 5 BankG eingeräumte Kompetenzdelegation reicht, braucht vorliegend nicht gene-

rell beurteilt zu werden (vgl. die kritischen Ausführungen von Benno Lutz, in: Bodmer/Kleiner/Lutz, Kommentar zum schweizerischen Bankengesetz, Rz. 2 u. 13 ff. zu Art. 6). Zumindest die in Art. 25c Abs. 1 Ziff. 3.10.2 BankV vorgesehene Offenlegungspflicht ist dadurch – entgegen den Einwänden der Beschwerdeführerinnen – gedeckt: Zwar spricht der deutsche Gesetzestext nur davon, dass der Bundesrat die Gliederung der Jahresrechnung festlegen könne; aus dem französischen bzw. italienischen Wortlaut ergibt sich indes, dass damit nicht nur Bestimmungen über den formellen Aufbau der Jahresrechnung (Struktur), sondern auch Anordnungen über deren Inhalt gemeint sind. Der bankengesetzlich vorgeschriebene Geschäftsbericht, der sich aus der Jahresrechnung und dem Jahresbericht zusammensetzt (Art. 6 Abs. 1 BankG), ist – besondere Regeln vorbehalten – nach den Vorschriften des Obligationenrechts über die Aktiengesellschaften zu erstellen (vgl. Art. 6 Abs. 2 BankG). Gemäss Art. 663c Abs. 1 OR müssen Gesellschaften, deren Aktien an einer Börse kotiert sind, im Anhang zur Bilanz bedeutende Aktionäre und deren Beteiligungen nennen, sofern ihnen diese bekannt sind oder bekannt sein müssten. Als bedeutend gelten dabei Aktionäre und stimmrechtsverbundene Aktionärsgruppen, deren Beteiligung 5% aller Stimmrechte übersteigt (Art. 663c Abs. 2 OR). Diese Regelung soll die Beherrschungsverhältnisse bei börsenkotierten Gesellschaften im Interesse der Publikumsaktionäre und einer weiteren Öffentlichkeit allgemein zugänglich machen (Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl., Zürich 1996, S. 502, Rz. 972). Würde die Offenlegungspflicht des Aktienrechts wörtlich auf die Banken übertragen, wären davon zwar nur börsenkotierte Gesellschaften betroffen. Aufgrund der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Banken liegt jedoch auf der Hand, dass das Interesse an der Offenlegung der Beherrschungsverhältnisse an ihnen generell nicht geringer sein kann als bei Publikumsgesellschaften schlechthin. Mit der Pflicht zur Bekanntgabe der Zusammensetzung ihres Gesellschaftskapitals hat der Bundesrat damit im Rahmen von Art. 6 Abs. 5 BankG lediglich entschieden, ob bankenrechtlich die strengere Regelung für Publikumsgesellschaften oder die weniger strenge für nicht börsenkotierte Gesellschaften gelten soll. Die von ihm statuierte Lösung war dabei im Lichte der vom Gesetzgeber getroffenen Wertungen und der beabsichtigten Markttransparenz sachlich vorgegeben. Wenn der Bundesrat zwischen zwei verschiedenen im Gesetz vorgesehenen

Möglichkeiten diejenige wählte, die den Banken und ihrer Bedeutung allgemein angemessener erscheint, überschritt er damit den ihm in Art. 6 Abs. 5 BankG eingeräumten Delegationsrahmen nicht.

bb) Zu Recht weist die EBK darauf hin, dass es im Bank- und Finanzmarktaufsichtsrecht regelmässig nicht nur auf den formellen Aktionär, sondern vielmehr zusätzlich gerade auch auf den wirtschaftlich Berechtigten ankommt. Wird dieser nicht mitberücksichtigt, wäre das gesetzgeberische Ziel oft gar nicht zu erreichen: Zur Aufnahme der Geschäftstätigkeit setzt das Bankengesetz etwa voraus, dass die natürlichen oder juristischen Personen, welche «direkt oder indirekt» mit mindestens 10% des Kapitals oder der Stimmen an der Bank beteiligt sind, gewährleisten, dass sich ihr Einfluss nicht zum Schaden einer umsichtigen und soliden Geschäftstätigkeit auswirkt (Art. 3 Abs. 2 lit. c^{bis} BankG). Der Erwerb oder die Veräusserung einer solchen Beteiligung ist meldepflichtig, sei diese direkt oder indirekt (Art. 3 Abs. 5 BankG). Es knüpft sich daran die Befugnis der EBK, das Stimmrecht betroffener Aktionäre allenfalls zu suspendieren (Art. 23^{er} Abs. 1^{bis} BankG), was die gegenüber der vorliegend umstrittenen Offenlegungspflicht strengeren Anforderungen rechtfertigt. Für die für eine Publikation im Anhang zum Jahresbericht vorgesehene tiefere Beteiligungsschwelle vom 5% muss es damit folgerichtig ebenfalls auf die wirtschaftliche Berechtigung ankommen. Nur so werden die Publikumsgläubiger bzw. Kunden in die Lage versetzt, sich mit Blick auf die wesentlichen Kapitaleigner ein Bild über die Sicherheit des Instituts zu machen, dem sie ihr Geld anvertrauen. Die Richtlinien der EBK, die bei der Erstellung und Gliederung der Jahresrechnungen und Zwischenabschlüsse zu befolgen sind (vgl. Art. 28 BankV), stellen damit nur klar, was sich von der Sache her bereits aus Sinn und Zweck des Gesetzes und der Verordnung selber ergibt (vgl. Art. 24 Abs. 2 lit. k BankV).

cc) Zu Unrecht berufen sich die Beschwerdeführerinnen schliesslich auf das Recht des Aktionärs auf Anonymität. Ein solches besteht im Anwendungsbereich von Art. 663c OR (Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, S. 456, Rzn. 5–10) und des Bankengesetzes gerade nicht. Der Gesetzgeber hat das Interesse an der Transparenz des Marktes grundsätzlich höher gewichtet als jenes des einzelnen Aktionärs (bzw. im Rahmen von Art. 663h OR der Gesellschaft selber) an Geheimhaltung, weshalb

die entsprechenden Angaben zu den offenlegungspflichtigen Informationen des Aktienrechts gehören (Böckli, a. a. O., Rz. 972c OR). Soweit die Bankengesetzgebung – wie dargelegt kompetenzkonform – strengere Anforderungen stellt (nicht nur börsenkotierte Gesellschaften), gehen diese der aktienrechtlichen Regelung vor (vgl. Art. 16 der Schluss- und Übergangsbestimmungen des OR vom 18. Dezember 1936; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, a. a. O., S. 952, Rz. 58).

Internationale Amtshilfe

Am 29. Oktober 1998 hat das Bundesgericht im Bereich der internationalen Amtshilfe acht Entscheide getroffen, welche die Grundlagen der von der EBK zu leistenden Informationsübermittlung an ausländische Aufsichtsbehörden festlegen. Das Bundesgericht wird drei dieser Entscheide ganz oder teilweise in der amtlichen Sammlung veröffentlichen.¹ Wir verzichten daher auf eine zusätzliche Publikation dieser Entscheide und veröffentlichen nur Auszüge zweier Entscheide, die vom Bundesgericht nicht publiziert werden.

Entraide administrative internationale

Le 29 octobre 1998, le Tribunal fédéral a rendu huit arrêts en matière d'entraide administrative internationale qui définissent les principes de la transmission d'informations par la CFB aux autorités étrangères de surveillance. Le Tribunal fédéral publie trois arrêts en tout ou en partie² dans le recueil officiel. Nous renonçons par conséquent à une publication supplémentaire de ces arrêts et ne publions que des extraits de deux arrêts qui ne sont pas publiés par le Tribunal fédéral.

Assistenza amministrativa internazionale

Il 29 ottobre 1998, il Tribunale federale ha pronunciato otto sentenze in materia di assistenza amministrativa internazionale, che definiscono i principi relativi alla trasmissione di informazioni dalla CFB alle autorità di vigilanza straniera. Il Tribunale federale pubblica, in tutto o in parte³, tre decisioni nella raccolta ufficiale delle decisioni del Tribunale federale. Rinunciamo quindi ad una pubblicazione di queste sentenze e pubblichiamo soltanto estratti di due altre decisioni non pubblicate dal Tribunale federale.

¹ BGE 125 II 65, 97 und 83.

² ATF 125 II 65, 97 et 83.

³ DTF 125 II 65, 97 e 83.

Entscheid des Bundesgerichts vom 29. Oktober 1998 i.S. X gegen EBK

Art. 38 BEHG, internationale Amtshilfe.

Die EBK ist im Rahmen der Amtshilfe zur Unterstützung einer ausländischen Insidervoruntersuchung nicht gehalten, an Stelle der ausländischen Behörde verdächtige von unverdächtigen Transaktionen zu trennen (E. 4).

Art. 38 LBVM, entraide administrative internationale.

Dans le cadre de l'entraide administrative destinée à soutenir une enquête préalable étrangère portant sur des délits d'initiés, la CFB n'est pas tenue d'examiner à la place de l'autorité étrangère si une transaction est suspecte ou non (c. 4).

Art. 38 LBVM, assistenza amministrativa internazionale.

Nel contesto dell'assistenza amministrativa destinata a sostenere un'indagine straniera avente per oggetto lo sfruttamento della conoscenza di fatti confidenziali, la CFB non è tenuta ad esaminare se una transazione è sospetta o meno (c. 4).

Sachverhalt (Auszug):

Das deutsche Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) führt nach Auffälligkeiten beim Kursverlauf der Aktien der Thyssen AG und der Krupp AG eine aufsichtsrechtliche Untersuchung wegen Verdachts auf Verstoss gegen das Insiderhandelsverbot durch.

Am 24. November 1997 ersuchte das BAWe die EBK um Amtshilfe. Das BAWe wünschte Angaben zu verschiedenen Transaktionen, die von Banken und Effekthändlern in der fraglichen Zeit in der Schweiz getätigt wurden. Es ersuchte um Mitteilung der Identität (Name, Anschrift und Geburtsdatum) der Auftraggeber.

Die Westdeutsche Landesbank (Schweiz) AG teilte der EBK auf deren Aufforderung hin mit, dass sie im Auftrag von X gehandelt

habe. Am 28. Januar 1998 verfügte die EBK die Weiterleitung der Identität des X an das BAWe. X erhob Verwaltungsgerichtsbeschwerde.

Aus den Erwägungen:

4.– Art. 38 Abs. 3 BEHG verbietet die Übermittlung von Informationen über Personen, die offensichtlich nicht in die zu untersuchende Angelegenheit verwickelt sind. Zu Unrecht geht der Beschwerdeführer davon aus, die EBK sei gestützt hierauf verpflichtet, ihrerseits Abklärungen zu treffen und Informationen nur so weit zu übermitteln, als der Verdacht auf ein Insiderdelikt nicht ausgeräumt werden kann: Der Beschwerdeführer hat kurze Zeit vor Bekanntgabe einer vertraulichen Tatsache Transaktionen in davon betroffenen Wertpapieren getätigt. Bereits aus diesem Grund kann er nicht als offensichtlich nicht in die Angelegenheit verwickelter Dritter gelten. Es ist die Aufgabe der um Amtshilfe ersuchenden Behörde, gestützt auf die eigenen Erhebungen wie auch auf die ihr durch die ausländischen Behörden übermittelten Informationen die erforderliche Ausscheidung zu treffen. Die EBK ist nicht gehalten, diese Prüfung vorwegzunehmen und im Rahmen des Amtshilfeverfahrens bereits über die Begründetheit des Verdachts zu entscheiden, lassen sich doch regelmässig verdächtige nicht von unverdächtigen Transaktionen unterscheiden. Die Leistung von Amtshilfe erscheint deshalb auch dann nicht als unverhältnismässig, wenn der Beschwerdeführer in plausibler Weise darzutun vermag, dass er seinen Kaufentscheid gestützt auf öffentlich zugängliche Informationen getroffen hat.

Entscheid des Bundesgerichts vom 29. Oktober 1998 i.S. F Ltd, G und H S.A. gegen EBK

Art. 38 BEHG, internationale Amtshilfe.

1. *Weigert sich eine Bank, der EBK Auskunft über eine zum Zwecke der Amtshilfe verlangte Auskunft zu erteilen, darf die EBK zur Beschleunigung des Verfahrens über die Auskunftspflicht einer Bank und die Weiterleitung von Informationen an die ausländische Behörde in der gleichen Verfügung entscheiden (E. 3).*

2. *Bei den Bestimmungen über die Amtshilfe handelt es sich um verfahrensrechtliche Vorschriften, welche mit ihrem Inkrafttreten Anwendung finden, ohne dass es darauf ankäme, zu welchem Zeitpunkt sich der Gegenstand der Amtshilfe bildende Sachverhalt verwirklicht hat (E. 5).*

3. *Das Börsengesetz verlangt für die Gewährung von Amtshilfe nicht eine völkerrechtlich verbindliche Erklärung der ersuchenden Behörde, sondern lediglich, dass sie die Informationen nicht ohne vorgängige Zustimmung der EBK weiterleitet. Solange die ersuchende Behörde sich effektiv an den Spezialitätsvorbehalt hält und auch sonst keine Anzeichen bestehen, dass sie dies im konkreten Fall nicht tun könnte, steht der Amtshilfe nichts entgegen (E. 7).*

Art. 38 LBVM, entraide administrative internationale.

1. *Lorsqu'une banque refuse de fournir une information à la CFB que celle-ci requiert en vue de l'entraide administrative, la CFB est en droit, afin d'accélérer la procédure, de statuer dans une même décision sur l'obligation de la banque de fournir l'information et sur la transmission des informations à l'autorité étrangère (c. 3).*

2. *Les dispositions sur l'entraide administrative sont de nature procédurale. Elles s'appliquent dès leur entrée en vigueur indépendamment du fait de savoir à quel moment les faits qui font l'objet de l'entraide administrative se sont réalisés (c. 5).*

3. *Pour l'octroi de l'entraide, la loi sur les bourses ne requiert pas que l'autorité requérante effectue une déclaration obligatoire selon le droit des gens. Il suffit pour accorder l'entraide administrative que*

l'autorité requérante ne transmette pas les informations sans l'assentiment préalable de la CFB et qu'il n'existe aucun indice donnant à penser qu'elle ne pourrait pas requérir ce consentement dans le cas concret (c. 7).

Art. 38 LBVM, assistenza amministrativa internazionale.

1. Quando una banca rifiuta di fornire alla CFB un'informazione richiesta in vista dell'assistenza amministrativa, la CFB può, per accelerare la procedura, pronunciarsi in una decisione sull'obbligo della banca di dare informazioni e sulla trasmissione delle informazioni all'autorità straniera (c. 3).

2. Le disposizioni sull'assistenza amministrativa sono di natura procedurale. Esse si applicano sin dal momento della loro entrata in vigore, indipendentemente dal momento al quale i fatti all'origine della richiesta di assistenza amministrativa si sono attuati (c. 5).

3. Per concedere l'assistenza amministrativa, la legge sulle borse non richiede che l'autorità straniera faccia una dichiarazione obbligatoria secondo il diritto pubblico internazionale. Basta che essa non ritrasmetta le informazioni senza il previo consenso della CFB e che non esista nessun indizio che lasci pensare che essa potrebbe non richiedere questo consenso nel caso concreto (c. 7).

Sachverhalt (Auszug):

Die spanische Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) führt eine aufsichtsrechtliche Untersuchung durch wegen Käufen von Aktien der Promociones Eurobuilding S.A., die kurz vor der Meldung und Bewilligung von deren Übernahme durch die N.H. Hoteles S.A. getätigt wurden und den Verdacht auf Verstoss gegen das Insiderhandelsverbot weckten.

Am 18. Dezember 1997 ersuchte sie die EBK um Amtshilfe und verlangte Informationen über die Identität (Name, Adresse und Geburtsdatum) des wirtschaftlich Berechtigten, der die Aktien über die Credit Suisse First Boston gekauft hatte. Ferner bat sie im Hinblick auf eine allfällige Verwendung von Insiderinformationen um Angaben über die Gründe für diese Transaktionen.

Die EBK forderte die Credit Suisse First Boston auf, ihr die entsprechenden Auskünfte zu liefern. Die Bank weigerte sich, die Informationen zu übermitteln, da ihr ehemaliger Kunde ihr für den Fall der Mitteilung seines Namens mit einer Klage wegen Verletzung des Bankgeheimnisses drohe. Mit Verfügung vom 26. Februar 1998 ordnete die EBK die Auskunftserteilung und die Weiterleitung der Informationen an die CNMV an.

F Ltd, G und H S.A. erhoben Verwaltungsgerichtsbeschwerde.

Aus den Erwägungen:

3.– Die Bankkündin rügt in verfahrensrechtlicher Hinsicht, der angefochtene Entscheid sei ihr nicht rechtsgenügend zugestellt und ihr Gehörsanspruch sei missachtet worden, weil sie sich vor Erlass der Verfügung nicht habe äussern können. Der Einwand ist unbegründet: Die EBK hat die Credit Suisse First Boston über das Amtshilfegesuch der spanischen Aufsichtsbehörde informiert und sie zugleich gebeten, ihrem Kunden davon Kenntnis zu geben und ihn einzuladen, allenfalls eine Stellungnahme einzureichen. Die F Ltd reagierte hierauf damit, dass sie der Credit Suisse First Boston verbot, gegenüber der EBK irgendwelche Angaben zu machen, und ihr mit Strafanzeige drohte. Hiermit hat sie nicht nur auf die Einreichung einer Stellungnahme verzichtet, sondern im Wissen um die Einleitung des Amtshilfeverfahrens auch verhindert, dass ihr die Verfügung überhaupt zugestellt werden konnte. Wohl hätte die EBK vorerst in einem Zwischenentscheid die Credit Suisse First Boston zwingen können, ihr die Kundendaten herauszugeben, was ermöglicht hätte, der Kundin selber Frist zur Stellungnahme anzusetzen. Verpflichtet zu diesem Vorgehen war sie indessen nicht. Sie durfte im Rahmen der Prozessökonomie berücksichtigen, dass Amtshilfeverfahren beförderlich zu erledigen sind, ansonsten sie ihren Sinn verlieren. Es genügte deshalb, dass die F Ltd im Wissen um die Einleitung des Verfahrens Gelegenheit hatte, sich zu äussern, hiervon aber absah. Mit der bewussten Verheimlichung ihrer Identität hat sie eine Zustellung der Verfügung vereitelt. Wie das Bundesgericht im Bereiche der internationalen Rechtshilfe in Strafsachen festgestellt hat, gilt die Zustellung an die Bank zwar nicht als Eröffnung an den Kunden, doch beginnt die Beschwerdefrist für diesen zu laufen, sobald er von der ihn betref-

fenden Verfügung tatsächlich Kenntnis erhalten hat (BGE 120 Ib 183 E. 3 S. 186 f.). Das muss auch hier gelten, zumal es sich die F Ltd selber zuzuschreiben hat, dass eine direkte Zustellung nicht möglich war. Im Übrigen ist ihr aus der allenfalls mangelhaften Eröffnung kein Nachteil erwachsen, da sie die Verwaltungsgerichtsbeschwerde fristgerecht eingereicht hat und eine allfällige Gehörsverweigerung durch das vorliegende Verfahren geheilt wurde (vgl. BGE 117 Ib 64 E. 4 S. 87).

5.– a) Die zur Leistung von Amtshilfe erforderlichen Informationen müssen, soweit die EBK nicht bereits darüber verfügt, vorerst beschafft werden. Gemäss Art. 35 Abs. 2 BEHG sind Personen und Gesellschaften, die der Aufsicht unterstehen, verpflichtet, der EBK alle Auskünfte und Unterlagen zu liefern, die sie zur Erfüllung ihrer Aufgabe «verlangt». Da die Leistung von Amtshilfe nach Art. 38 BEHG ebenfalls hierzu gehört, bezieht sich diese Verpflichtung auch auf alle entsprechenden Informationen. Werden die Angaben verweigert, kann die Auskunft durch förmliche Verfügung erzwungen werden (Annette Althaus, Amtshilfe und Vor-Ort-Kontrolle, Diss. Bern 1997, S. 173 f., 204; Urs Zulauf, Rechtshilfe – Amtshilfe, SZW 1995, S. 59 N 44), wie dies hier geschehen ist.

b) Die F Ltd wirft der EBK vor, sie habe das Börsengesetz in unzulässiger Weise rückwirkend angewandt. Sie übersieht jedoch, dass es sich bei den Bestimmungen über die Amtshilfe und die Pflicht der Effektenhändler, der EBK die von ihr verlangten Informationen zu geben, um verfahrensrechtliche Vorschriften handelt, welche mit ihrem Inkrafttreten Anwendung finden (Pierre Moor, Droit administratif, Bd. I, 2. Aufl., Bern 1994, S. 171), ohne dass es darauf ankäme, zu welchem Zeitpunkt sich der Gegenstand der Amtshilfe bildende Sachverhalt verwirklicht hat (in diesem Sinne auch die Rechtsprechung zur internationalen Rechtshilfe: BGE 112 Ib 576 E. 2, mit Hinweisen). Die hier massgebenden Bestimmungen des Börsengesetzes sind am 1. Februar 1997 in Kraft getreten; dass die Aktienkäufe bereits zwei Monate früher erfolgten, ändert an der Zulässigkeit der Amtshilfe somit nichts.

7.– a) Das Börsengesetz beschränkt den Verwendungszweck der in Amtshilfe übermittelten Informationen auf die Beaufsichtigung der Börsen und des Effektenhandels (Art. 28 Abs. 2 lit. a BEHG). Die

Angaben dürfen allerdings mit Zustimmung der schweizerischen Aufsichtsbehörde (oder auf Grund eines Staatsvertrags) an andere Instanzen weitergeleitet werden; an Strafbehörden jedoch dann nicht, wenn die Rechtshilfe ausgeschlossen wäre (Art. 38 Abs. 2 lit. c BEHG). Die EBK soll die Kontrolle über die Verwendung der Informationen auch nach deren Weiterleitung nicht verlieren. Das schweizerische Recht beruht insofern auf dem «Prinzip der langen Hand» (Zulauf, a. a. O., S. 58 N 37). Die F Ltd macht in diesem Zusammenhang geltend, im Verhältnis zu Spanien sei nicht gewährleistet, dass die übermittelten Informationen nicht doch für Fiskalzwecke verwendet oder an die Strafbehörden weitergeleitet würden.

b) aa) Der Präsident der CNMV hat in einem an die EBK gerichteten Schreiben vom 5. September 1997 ausgeführt, dass dieser die schweizerischen Vorschriften bekannt sind, unter denen die EBK bereit ist, Amtshilfe zu leisten. Er hat namentlich bestätigt, dass die CNMV die erhaltenen Informationen nur mit Zustimmung der EBK an andere Behörden weiterleiten werde. Gleichzeitig hat er aber auch darauf hingewiesen, dass das spanische Recht die Zusammenarbeit mit der Staatsanwaltschaft bei Finanzmarktdelikten und mit der Kommission für Geldwäschereiangelegenheiten verlange. In solchen Fällen werde vorgängig um Zustimmung der EBK ersucht. Könne diese nicht erteilt werden, werde sich die CNMV mit allen erdenklichen Mitteln gegen eine zwangsweise Offenlegung zur Wehr setzen («best efforts», «best endeavour»), namentlich auch unter Hinweis darauf, dass eine weitere Zusammenarbeit mit der schweizerischen Aufsichtsbehörde gefährdet wäre. Die CNMV nahm ferner davon Kenntnis, dass die EBK einer Weiterleitung an die Steuerbehörden grundsätzlich nicht zustimmen könnte. Diese hätten aber noch nie Auskünfte einverlangt, welche sie von ausländischen Aufsichtsbehörden erhalten habe. Gegebenenfalls werde sie sich auch hier mit allen erdenklichen Mitteln zur Wehr setzen. Die Gesetzgebung werde im Übrigen demnächst so angepasst, dass jedes Ersuchen um Offenlegung durch andere Behörden die Zusammenarbeitsvereinbarungen mit ausländischen Aufsichtsbehörden einhalten müsse.

bb) Diese Erklärung garantiert völkerrechtlich nicht, dass Spanien sich an die Bedingungen hält, unter denen die Schweiz Amtshilfe leistet. Die CNMV verspricht lediglich, aber immerhin, dass sie sich an die Bedingungen halten und sich mit allen Mitteln zur Wehr setzen

wird, wenn sie durch eine andere Behörde zur Offenlegung der von der Schweiz erhaltenen Informationen gezwungen werden sollte. Das schweizerische Recht verlangt in Art. 38 Abs. 2 BEHG für die Gewährung von Amtshilfe nicht eine völkerrechtlich verbindliche Erklärung des ersuchenden Staates, sondern lediglich, dass die ersuchende Behörde die Informationen ausschliesslich zur direkten Beaufsichtigung der Börsen und des Effektenhandels verwendet und die erhaltenen Angaben nicht ohne vorgängige Zustimmung der schweizerischen Aufsichtsbehörde weiterleitet. Das Gesetz sieht nicht vor, dass Amtshilfe nur geleistet werden dürfte, falls die Gesetzgebung des ersuchenden Staates ihrerseits ausdrücklich entsprechende Garantien enthält oder die ersuchende Behörde eine entsprechende für ihren Staat völkerrechtlich verbindliche Erklärung abgibt. Solange ein ersuchender Staat sich effektiv an den Spezialitätsvorbehalt hält und auch sonst keine Anzeichen bestehen, dass er dies im konkreten Fall nicht tun könnte, steht der Amtshilfe unter diesem Gesichtspunkt deshalb nichts entgegen. Allerdings ist klarzustellen, dass, falls die ausländische Aufsichtsbehörde nicht in der Lage ist, dem Spezialitätsvorbehalt nachzukommen, die EBK auf Grund des geltenden Rechts nicht mehr befugt wäre, ihr Amtshilfe zu leisten. Es ist angezeigt, mit der Übermittlung der Informationen im konkreten Fall ausdrücklich den Vorbehalt zu verbinden, dass die Angaben nur zu Aufsichtszwecken verwendet werden dürfen und eine Weiterleitung an andere Behörden der vorgängigen Zustimmung der EBK bedarf, die hierüber erneut zu verfügen hätte (zur Veröffentlichung bestimmtes Urteil vom 29. Oktober 1998 i.S. Y Stiftung und X. c. EBK¹, E. 10). Diese Klarstellung rechtfertigt sich um so mehr, als nach dem Recht der Europäischen Union die Verwendung von Informationen für Strafverfahren generell zulässig ist (Althaus, a. a. O., S. 77; Zulauf, a. a. O., S. 57 N 36) und darum die Gefahr besteht, dass das Erfordernis der vorgängigen Zustimmung – dieses einzuhalten bzw. alles Erdenkliche hierfür zu unternehmen – übersehen werden könnte.

¹ BGE...

Verfügung der EBK vom 19. November 1998 i.S. SFH Trading & Brokerage Ltd., Bermuda, Zweigniederlassung Zürich

Art. 39 Abs. 1 Bst. a Ziff. 1 BEHV, Unterstellungspflicht eines ausländischen Effekthändlers in der Schweiz; von der Liquidation betroffene Vermögenswerte.

- 1. Eine ausländische Gesellschaft, die faktisch in der Schweiz oder von der Schweiz aus als Effekthändler tätig ist, untersteht dem Börsengesetz (E. 2).*
- 2. Im Falle einer unerlaubten, hauptsächlich in der Schweiz stattfindenden Effekthändlertätigkeit durch eine ausländische Gesellschaft umfasst die Liquidation alle Vermögenswerte, die mit der Schweiz in einem exekutionsrechtlichen Zusammenhang stehen (E. 5).*

Art. 39 al. 1 let. a ch. 1 OBVM, assujettissement d'un négociant étranger actif en Suisse; valeurs patrimoniales comprises dans la liquidation.

- 1. Une société étrangère qui est en fait active en Suisse ou depuis la Suisse est assujettie à la loi sur les bourses (c. 2).*
- 2. Lorsqu'un négociant étranger exerce une activité illicite de manière prépondérante en Suisse, la liquidation porte sur toutes les valeurs patrimoniales qui ont un lien avec la Suisse au plan de l'exécution forcée (c. 5).*

Art. 39 cpv. 1 let a c. 1 OBVM, assoggettamento di un commerciante straniero attivo in Svizzera; valori patrimoniali compresi nella liquidazione.

- 1. Una società straniera attiva soprattutto in Svizzera o dalla Svizzera è assoggettata alla legge sulle borse (c. 2).*
- 2. Quando un commerciante straniero svolge un'attività illecita in modo prevalente in Svizzera, la liquidazione include tutti i valori mobiliari che hanno un legame con la Svizzera dal punto di vista dell'esecuzione (c. 5).*

Sachverhalt (Auszug):

SFH Trading & Brokerage Ltd. (SFH Ltd.), Bermuda, ist eine auf den Bermudas inkorporierte Gesellschaft. Ihre Schwestergesellschaft in Zürich, die SFH Trading & Brokerage AG (SFH AG), Zürich, führte zum Zweck der Effektenhändlerstätigkeit Kundenkonten in Zürich. Die SFH AG, Zürich, bezeichnete sich als Introducing Broker für die SFH Ltd., Bermuda. Beide Gesellschaften sind Teil einer ganzen Firmen-gruppe. Neben der SFH AG, Zürich, haben noch weitere schweizerische Gesellschaften sich als Introducing Broker für die SFH Ltd., Bermuda, bezeichnet.

Mit Verfügung vom 28. Oktober 1998 hat die EBK die SFH AG, Zürich, aufgrund unerlaubter Effektenhändlerstätigkeit in Liquidation gesetzt. Die EBK stellte fest, dass die SFH AG, Zürich, mindestens seit August 1998 ihre Tätigkeit vom Introducing Broker, der Geschäfte vermittelt, zu der eines eigenständigen Schweizer Effektenhändlers umgewandelt hatte.

Im Zuge der Vollstreckung der Liquidationsverfügung machte die Liquidatorin der SFH AG, Zürich, in Bezug auf die SFH Ltd., Bermuda, verschiedene Feststellungen, die eine überwiegende wenn nicht ausschliessliche Tätigkeit der SFH Ltd., Bermuda, von den Geschäftsräumen in Zürich aus belegen.

Aus den Erwägungen:

1.– Es stellt sich die Frage, ob die SFH Ltd., Bermuda, in sachlicher und örtlicher Hinsicht dem Börsengesetz und damit der Aufsicht der EBK untersteht.

a) Das Börsengesetz regelt den gewerbsmässigen Handel mit Effekten und unterstellt ihn der Bewilligungspflicht. Als Effektenhändler gelten dabei gestützt auf Art. 2 Bst. d BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 5 BEHV juristische Personen, die gewerbsmässig in eigenem Namen für Rechnung von Kunden Effekten handeln und selber oder bei Dritten für diese Kunden Konten zur Abwicklung des Effektenhandels führen oder Effekten dieser Kunden bei sich oder in eigenem Namen bei Dritten aufbewahren.

b) Es ist unbestritten, dass die SFH Ltd., Bermuda, im Effektenhandel tätig ist. Kundenabrechnungen, Werbeauftritt, unter anderem

im Internet, Zusammenarbeitsverträge mit verschiedenen Introducing Brokern in der Schweiz sowie die Feststellungen der Liquidatorin der SFH AG, Zürich, dokumentieren dies. Die SFH Ltd., Bermuda, hat sich im übrigen selbst immer als Effektenhändlerin bezeichnet. Sie hat sich im Zuge des am 1. Februar 1997 in Kraft getretenen Börsengesetzes auch in der Eigenschaft als ausländische Effektenhändlerin bei der EBK gemeldet und ein Bewilligungsgesuch für eine Vertretung in der Schweiz in Aussicht gestellt.

2.– a) Gemäss Art. 10 Abs. 3 und 4 BEHG i.V.m. Art. 39 Abs. 1 Bst. a Ziff. 1 BEHV untersteht der ausländische Effektenhändler einer Bewilligungspflicht, wenn er in der Schweiz eine Zweigniederlassung unterhält. Nach Art. 39 Abs. 1 Bst. a Ziff. 1 BEHV trifft dies zu, wenn der ausländische Effektenhändler in der Schweiz Personen beschäftigt, die für ihn dauernd und gewerbsmässig in der Schweiz oder von der Schweiz aus Effekten handeln, Kundenkonten führen oder ihn rechtlich verpflichten.

b) Die SFH Ltd., Bermuda, ist inkorporiert auf den Bermudas. Wie unter Ziff. 1b) festgestellt, betreibt sie den Effektenhandel im Sinne von Art. 2 Bst. d BEHG. Die SFH Ltd., Bermuda, ist demzufolge dem Anschein nach ein ausländischer Effektenhändler. In casu belegen nun verschiedene Tatsachen, dass die SFH Ltd., Bermuda, bis zum 5. November 1998 von der Schweiz aus geleitet wurde und einen grossen, wenn nicht gar den ganzen Teil ihrer Aktivitäten in der Schweiz oder von der Schweiz aus abwickelt und daher in der Schweiz eine Effektenhändlerstätigkeit ausübt.

I) Gemäss den Angaben der Liquidatorin der SFH AG, Zürich, wird in den Räumlichkeiten der SFH AG, Zürich, von Zürich aus für beide Gesellschaften gehandelt, wobei dafür einzig Omnibus-Accounts auf den Namen der SFH Ltd., Bermuda, verwendet werden. Auch werden in den Zürcher Räumlichkeiten die Kundendossiers beider Gesellschaften aufbewahrt und die entsprechende Korrespondenz von Zürich aus versandt.

II) Ferner hat die EBK von verschiedenen Schweizer Vermittlern der SFH Ltd., Bermuda, Angaben erhalten, die auf eine ausschliessliche Zusammenarbeit mit Zürich hinweisen. Auf die Frage nach ihren Ansprechpartnern bei der SFH Trading & Brokerage Ltd., Bermuda, wurde die Zürcher Adresse der SFH AG, Zürich,

genannt. Ein Vermittler gab in seiner schriftlichen Stellungnahme an die EBK darüber hinaus an, dass alle Kundenvereinbarungen bei seinem Broker «SFH Ltd., Zürich» deponiert sind und alle Kontoauszüge von der «SFH Ltd., Zürich» monatlich an die Kunden versandt werden. Die Bezeichnung «SFH Ltd., Zürich» respektive «SFH AG, Zürich» bezog sich dabei eindeutig auf die Gesellschaft auf den Bermudas, mit der dieser Vermittler den Zusammenarbeitsvertrag abgeschlossen hat, welcher dem besagten Schreiben auch beigelegt war.

- III) H war bis zum 4. November 1998, dem Tag der Vollstreckung der Liquidationsverfügung über die SFH AG, Zürich, Geschäftsführer der SFH AG, Zürich. Gleichzeitig war H Geschäftsführer der SFH Ltd., Bermuda. Am 5. November 1998 entzog das Board of Directors der SFH Ltd., Bermuda, ihm die Geschäftsführung über die Gesellschaft auf den Bermudas. H übte demzufolge bis zum 4. November 1998 die Funktion des Geschäftsführers in Personalunion aus.
- IV) Aufgrund der Feststellungen der Liquidatorin der SFH AG, Zürich, ist davon auszugehen, dass eine sehr enge wirtschaftliche Verflechtung zwischen der SFH AG, Zürich, und der SFH Ltd., Bermuda, besteht. Aufgrund der niedrigen Eigenkapitalausstattung der SFH AG, Zürich, verbunden mit dem System des Einschliessens von Geld bei Bedarf durch die SFH Ltd., Bermuda, ist festzustellen, dass das unternehmerische Risiko der Schweizer Gesellschaft wie aber auch die Vermögenswerte nicht bei derselben liegen. Andererseits wiederum ist die schweizerische Gesellschaft Abwicklungsstelle für die Anleger und in vielen Fällen ihr rechtlicher oder zumindest faktischer Vertragspartner, während auf den Bermudas in dieser Hinsicht offensichtlich keine derartigen Tätigkeiten ausgeübt werden.
- V) Die gemachten Feststellungen belegen, dass die SFH Ltd., Bermuda, in Zürich eine faktische Zweigniederlassung betreibt. Man kann sich auch fragen, ob sich nicht gar der effektive Sitz der Gesellschaft in der Schweiz und nicht auf den Bermudas befindet. Diese Frage muss hier allerdings nicht beantwortet werden, da die Existenz einer Zweigniederlassung offensichtlich ist. SFH Ltd., Bermuda, unterhält in der Schweiz eine Zweigniederlas-

sung im Sinne von Art. 39 Abs. 1 Bst. a Ziff. 1 BEHV, der gestützt auf Art. 40 Abs. 1 BEHV anwendbar ist.

3.– a) Gemäss Art. 35 Abs. 1 BEHG trifft die EBK die zum Vollzug des Gesetzes notwendigen Verfügungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen und reglementarischen Vorschriften. In Anwendung von Art. 35 Abs. 3 BEHG hat die EBK bei Kenntnis von Verletzungen des Gesetzes oder von sonstigen Missständen für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes und für die Beseitigung der Missstände zu sorgen. Sie trifft die hierzu notwendigen Verfügungen. Im Rahmen ihrer Verfügungskompetenz besitzt die EBK einen grossen Ermessensspielraum in der Wahl der Massnahmen, die sie für angemessen erachtet, um den Zweck des Börsengesetzes zu erreichen. Der Schutz der Anleger und das Vertrauen, welches das Publikum in das Finanzsystem setzt, bilden dabei die Hauptkriterien. In der Wahl der geeigneten Massnahmen muss die EBK das Verhältnismässigkeitsprinzip einhalten und die Massnahmen treffen, die am wenigsten in die Rechte der Betroffenen eingreifen, ihren Zweck jedoch trotzdem erreichen.

Steht fest, dass eine Gesellschaft ohne Bewilligung der EBK eine Effektenhändlerstätigkeit ausübt, so ist vorerst zu prüfen, ob ihr nachträglich eine Bewilligung erteilt werden könnte oder ob sie ihre Geschäftstätigkeit in einer Weise ändern kann, die mit dem Börsengesetz nicht in Konflikt steht (vgl. analoger Entscheid der EBK für das Bankengesetz vom 14. Juli 1994 im Fall Fidenas AG, EBK Bulletin 29, S. 17, E. 3).

b) Damit die SFH Ltd., Bermuda, eine Bewilligung als Schweizer Effektenhändlerin erhalten könnte, müsste sie die Bewilligungsvoraussetzungen von Art. 10 Abs. 2 BEHG erfüllen. Im vorliegenden Fall könnte die Gesellschaft schon deshalb keine Bewilligung erhalten, weil die mit der Verwaltung und Geschäftsführung betrauten Personen keine Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten. Als sich die SFH-Gruppe im Zuge des am 1. Februar 1997 in Kraft getretenen Börsengesetzes bei der EBK vorgängig meldete, bezeichnete sich die SFH Ltd., Bermuda, als ausländische Effektenhändlerin mit einer Schwestergesellschaft in der Schweiz, die für sie Effektenhandelsgeschäfte vermittelt. Dieser Standpunkt wurde auch im auf die Meldung folgenden Korrespondenzverkehr mit der EBK beibehalten.

Aus der inzwischen vorliegenden Faktenlage ergibt sich jedoch, dass dies zumindest seit mehreren Monaten, wenn nicht schon seit Beginn, nicht den wahren Gegebenheiten entsprach. Das Vortäuschen und Behaupten von falschen Tatsachen gegenüber der Aufsichtsbehörde muss als gravierender Verstoss gegen das Erfordernis der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit gewertet werden. Im übrigen würde die SFH Ltd., Bermuda, auch die anderen Bewilligungsvoraussetzungen von Art. 10 Abs. 2 BEHG nicht erfüllen, namentlich in den Bereichen Eigenkapital, Organisation, interne Weisungen und die Einhaltung der Verhaltensregeln. Die EBK hat darüber hinaus Kenntnis davon, dass einige der Introducing Broker, die mit der SFH Ltd., Bermuda, in der Schweiz zusammenarbeiten, zu vielen Kundenbeschwerden Anlass geben und von einzelnen Kunden auch Strafanzeige eingereicht wurde. Eine nachträgliche Bewilligungserteilung muss daher in casu ausgeschlossen werden.

c) Eine Veränderung der Geschäftstätigkeit bedeutet, dass die Gesellschaft ihre Tätigkeit derart umwandelt, dass sie nicht mehr unter den Anwendungsbereich des Gesetzes fallen würde. Eine freiwillige Umwandlung, sei es durch eine Verlagerung der Tätigkeit auf die Bermudas oder durch Umwandlung in eine nicht bewilligungspflichtige Tätigkeit, zum Beispiel als Introducing Broker für einen ausländischen Broker, könnte aber nur unter der Voraussetzung bewilligt werden, dass die Gesellschaft diese Veränderung der Geschäftstätigkeit auch tatsächlich verwirklichen würde. Daran ist jedoch vorliegend zu zweifeln, denn die Vertreter der Gesellschaft haben gegenüber der EBK schon einmal über ihre tatsächliche Tätigkeit falsche Angaben gemacht (vgl. Ziff. 3b). Eine Umwandlung der Tätigkeit kann daher im vorliegenden Fall nicht in Betracht gezogen werden.

d) Die Liquidation der Zweigniederlassung der SFH Ltd., Bermuda, in analoger Anwendung von Art. 36 Abs. 2 BEHG ist somit die einzige Massnahme, die im vorliegenden Fall als angemessen erscheint.

4.– (...)

5.– a) In ihrer Praxis zur Aufgabe der Banktätigkeit einer Zweigniederlassung hat die EBK es zum vordringlichen Ziel erklärt, dass hauptsächlich die Gläubiger von Forderungen, die aus dem Geschäftsbetrieb der Zweigniederlassung stammen, befriedigt werden.

Zu diesem Zweck betrifft die Liquidation alle Vermögenswerte, die mit der Schweiz in einem exekutionsrechtlichen Zusammenhang stehen (vgl. z.B. EBK Bulletin 20, S. 22). Die EBK hat dieses Prinzip analog auch für den Fall einer unerlaubten, hauptsächlich in der Schweiz stattfindenden Banktätigkeit durch eine ausländische Gesellschaft bejaht (vgl. Entscheid der EBK vom 14. Juli 1994 im Fall Fidenas AG, EBK Bulletin 29, S. 35, E. 4). Gleiches muss in analoger Weise auch für die unerlaubte, hauptsächlich in der Schweiz stattfindende Effekthändlerstätigkeit durch eine ausländische Gesellschaft gelten.

b) Das Geld der Kunden der SFH AG, Zürich, wie auch das der Kunden der SFH Ltd., Bermuda, liegt auf den Omnibus-Accounts der SFH Ltd., Bermuda, und daher im alleinigen Belieben der Organe dieser Gesellschaft. Aufgrund dieses Sachverhalts und damit insbesondere zum Schutz all derjenigen Gläubiger, die in der Schweiz bei einer dieser beiden Gesellschaften Geld angelegt haben, sind sämtliche Aktiven der SFH Ltd., Bermuda, als in einem exekutionsrechtlichen Zusammenhang mit der Schweiz stehende Vermögenswerte zu betrachten. Ein exekutionsrechtlicher Zusammenhang mit der Tätigkeit der Schweizer Zweigniederlassung muss für alle Aktiven angenommen werden, die durch die für die Gesellschaft in der Schweiz handelnden Personen begründet worden sind. Ist keine Tätigkeit der Gesellschaft durch Personen im Ausland nachweisbar, umfasst die Liquidation alle Aktiven im Namen oder für Rechnung der Gesellschaft.

Selbst wenn die Tätigkeit der Gesellschaft von den Bermudas aus abgewickelt worden wäre, könnte deswegen nicht auf Massnahmen zum Schutze derjenigen Gläubiger verzichtet werden, die von der Schweiz aus geworben wurden und deren Aufträge über die Zürcher Adresse der SFH-Gruppe abgewickelt wurden (vgl. EBK Bulletin 17, S. 14, E. 1c.). Da trotz expliziter Nachfrage seitens der Liquidatorin von den Vertretern der SFH Ltd., Bermuda, keine Angaben über eine Adresse, Telefonnummer oder einen Kundenbetreuer gemacht werden konnten, könnte die Liquidatorin der SFH AG, Zürich, die Gläubiger der SFH Ltd., Bermuda, an gar keine Adresse auf den Bermudas verweisen, wo ihnen eine professionelle und aktive Betreuung sichergestellt wäre.

Objectifs et principes de la régulation financière (septembre 1998)¹

Les trente principes sont fondés sur les trois objectifs de la protection des investisseurs, de la garantie de marchés équitables, efficaces et transparents, et de la réduction des risques systémiques. Ils recouvrent en différents chapitres les thèmes centraux pour la surveillance des marchés, à savoir les exigences concernant les régulateurs et les organismes d'autorégulation, l'application des règles légales, la coopération nationale et internationale entre autorités de surveillance, les intermédiaires de marché et les négociants en valeurs mobilières, ainsi que les marchés secondaires.

En adoptant les principes, les membres de l'OICV se sont engagés à œuvrer à la meilleure application de ceux-ci en procédant aux modifications éventuelles des dispositions légales et réglementaires.

¹ Ce document, que nous publions dans la version française préparée par l'OICV, a été adopté le 18 septembre 1998 lors de l'assemblée annuelle de l'OICV. Il n'a pas de force obligatoire mais les autorités de surveillance du monde entier s'empresseront d'en suivre les lignes générales afin d'établir des standards élevés destinés à créer un environnement réglementaire efficace. Le résumé a été rédigé par la rédaction du Bulletin CFB.

Ziele und Grundsätze der Marktregulierung (September 1998)²

Die 30 Grundsätze basieren auf den drei fundamentalen Zielsetzungen des Schutzes der Anleger, der Sicherstellung fairer, effizienter und transparenter Märkte und der Minderung systemischer Risiken. Sie decken in einzelnen Kapiteln diejenigen Themen ab, welche für die Marktüberwachung zentral sind: Anforderungen an Regulatoren und selbstregulierende Organisationen, an die Durchsetzung gesetzlicher Vorgaben, an die nationale und internationale Zusammenarbeit unter Aufsicht, an Marktintermediäre und Effekthändler sowie an den Sekundärmarkt.

Die Mitglieder der IOSCO haben sich mit der Verabschiedung der Grundsätze verpflichtet und sind angehalten, eine bestmögliche Erfüllung der Vorgaben im Hinblick auf allfällige Änderungen gesetzlicher oder regulatorischer Bestimmungen anzustreben.

² Das nachstehende Dokument, welches wir in seiner französischen Fassung veröffentlichten, welche durch IOSCO bereitgestellt wurde, wurde am 18. September 1998 anlässlich der Jahresversammlung der IOSCO verabschiedet. Es besitzt keine rechtliche Verbindlichkeit, wird jedoch für die Aufsichtsbehörden weltweit eine Zielrichtung vorgeben, welche der Erarbeitung entsprechender hoher Standards für ein effizientes regulatorisches Umfeld dienen wird. Die Zusammenfassung wurde von der Redaktion des EBK Bulletins verfasst.

Obbiettivi e principi della regolazione finanziaria (settembre 1998)³

I trenta principi si basano sui tre obbiettivi della protezione degli investitori, della garanzia di mercati equi, efficaci e trasparenti, e della riduzione dei rischi di sistema. Espressi in diversi capitoli essi coprono i temi centrali per la vigilanza dei mercati finanziari, ovvero sia: le esigenze riguardanti i regolatori e gli organismi di autoregolazione, l'applicazione delle regole legali, la cooperazione nazionale e internazionale tra autorità di vigilanza, gli intermediari di mercato e i commercianti di valori mobiliari, come pure i mercati secondari.

Nell'adottare questi principi, i membri dell'organizzazione si sono impegnati ad operare la migliore applicazione degli stessi procedendo alle eventuali modifiche delle disposizioni legali e regolamentari.

³ Questo documento, che pubblichiamo nella versione francese preparata da IOSCO, è stato adottato il 18 settembre 1998 durante l'assemblea annuale di IOSCO. Non ha forza obbligatoria ma le autorità di vigilanza di tutto il mondo ne seguiranno sicuramente le linee principali allo scopo di istituire standard elevati destinati a creare un ambiente regolamentare efficace. Il riassunto è stato compilato dalla redazione del Bollettino CFB.

Avant-propos et résumé directeur

Ce document établit 30 principes de régulation financière⁴ qui sont fondés sur les trois objectifs suivants:

- Protéger les investisseurs⁵,
- Garantir que les marchés soient équitables, efficaces et transparents,
- Réduire les risques systémiques.

Pour que les objectifs de régulation financière susmentionnés soient atteints, les 30 principes doivent faire l'objet d'une transposition effective dans les cadres juridiques correspondants. Ces principes sont regroupés en 8 catégories:

A. Principes relatifs au régulateur

1. Les responsabilités du régulateur doivent être claires et objectivement établies.
2. Le régulateur doit être fonctionnellement indépendant et responsable dans l'exercice de ses missions et de ses pouvoirs.
3. Le régulateur doit avoir les pouvoirs adéquats, les ressources et la capacité suffisantes pour accomplir ses missions et exercer ses pouvoirs.
4. Le régulateur doit adopter des procédures claires et cohérentes.
5. Les services du régulateur doivent observer le plus haut degré de compétence professionnelle et appliquer, notamment, les normes appropriées en matière de confidentialité.

⁴ Par souci de commodité, dans ce document, l'expression «marchés financiers» est employée, quand le contexte s'y prête, de manière à couvrir tous les secteurs de marché. En particulier, quand le contexte s'y prête, il faut la comprendre comme englobant les marchés dérivés. Ce raisonnement s'applique de la même manière à l'expression «régulation financière» (cf. Exposé des motifs des Statuts de l'Organisation).

⁵ Par «investisseurs» il faut comprendre également les clients et les autres consommateurs de services financiers.

B. Principes relatifs aux autorités professionnelles

6. En fonction de la taille et de la complexité des marchés, le système de régulation doit faire un usage approprié des autorités professionnelles qui exercent des responsabilités de surveillance directe dans leur domaine de compétence propre.
7. Les autorités professionnelles doivent être supervisées par le régulateur et doivent respecter des normes de confidentialité et d'équité dans l'exercice de leurs pouvoirs et de leurs responsabilités déléguées.

C. Principes relatifs au respect des lois et règlements

8. Le régulateur doit disposer de pouvoirs étendus de contrôle, d'enquête et de surveillance.
9. Le régulateur doit avoir des pouvoirs étendus pour faire appliquer les lois et règlements.
10. Le système de régulation doit permettre un usage effectif et crédible des pouvoirs de contrôle, d'inspection et de surveillance, pour le respect des lois et règlements et, enfin, permettre la mise en place de véritables programmes de contrôle de conformité avec les lois et règlements.

D. Principes relatifs à la coopération en matière de régulation

11. Le régulateur doit avoir le pouvoir d'échanger des informations confidentielles et non confidentielles avec ses homologues nationaux et étrangers.
12. Les régulateurs doivent établir des mécanismes d'échange d'informations qui précisent quand et comment ils vont échanger des informations confidentielles et non confidentielles avec leurs homologues nationaux et étrangers.
13. Le système de régulation doit permettre qu'une assistance soit fournie aux homologues étrangers qui doivent mener des enquêtes dans l'accomplissement de leurs missions et dans l'exercice de leurs pouvoirs.

E. Principes relatifs aux émetteurs

14. La publication des résultats comptables et des autres informations susceptibles d'influencer les décisions des investisseurs doit être intégrale, ponctuelle et précise.
15. Les détenteurs de titres d'une société doivent être traités de manière juste et équitable.
16. Les normes comptables et d'audit doivent être de haut niveau de qualité et reconnues au niveau international.

F. Principes relatifs aux organismes de placements collectifs

17. Le système de régulation doit fixer des normes pour l'éligibilité et la régulation de ceux qui souhaitent commercialiser et gérer des organismes de placements collectifs.
18. Le système de régulation doit prévoir les règles qui régissent la forme et la structure juridiques des organismes de placements collectifs ainsi que la ségrégation et la protection des avoirs des clients.
19. Les règles doivent imposer la publication, comme fixé dans les principes relatifs aux émetteurs, des informations nécessaires à l'appréciation de l'adéquation d'un organisme de placements collectifs aux besoins d'un investisseur donné et du montant de son investissement dans ledit organisme.
20. Les règles doivent imposer la mise en place d'un mécanisme correct et public d'évaluation des actifs, de calcul de la valeur liquidative et de rachat des parts ou actions d'un organisme de placements collectifs.

G. Principes relatifs aux intermédiaires de marché

21. Les règles doivent fixer des normes minimales pour l'agrément des intermédiaires de marché.
22. Il est impératif de déterminer pour chaque intermédiaire de marché un niveau minimum de fonds propres initiaux et permanents

ainsi que d'autres exigences prudentielles qui reflètent les risques qu'ils encourent.

23. Les intermédiaires de marché doivent être tenus de respecter certaines normes en matière d'organisation interne et de conduite des opérations qui visent à protéger les intérêts des clients ainsi qu'à assurer une bonne gestion du risque et en vertu desquelles les dirigeants de l'intermédiaire assument une responsabilité pleine et entière.
24. Des procédures doivent être mises en place pour faire face à la défaillance d'un intermédiaire de marché de manière à limiter les dommages et les pertes des investisseurs et à cantonner les risques systémiques.

H. Principes relatifs aux marchés secondaires

25. La mise en place de systèmes de négociation, y compris de marchés réglementés, doit faire l'objet d'une autorisation et d'une surveillance réglementaires.
26. Les marchés réglementés et les systèmes de négociation doivent faire l'objet d'une surveillance réglementaire pour garantir l'intégrité des transactions au moyen de règles justes et équitables qui établissent un équilibre adéquat entre les intérêts des divers participants au marché.
27. Les règles doivent favoriser la transparence des transactions.
28. Les règles doivent être conçues de manière à détecter et décourager les manipulations ou autres pratiques déloyales.
29. Les règles doivent avoir pour objet d'assurer la bonne gestion des positions importantes, des risques de défaillance et des risques de dysfonctionnement du marché.
30. Les systèmes de compensation et de règlement des transactions doivent faire l'objet d'une surveillance; ils doivent être conçus de manière à être équitable et efficace, d'une part, et à réduire les risques systémiques, d'autre part.

1^{ère} partie – Introduction et déclaration des objectifs et des principes de la régulation

1.	Introduction	44
2.	Mise en place	47
3.	Structure du document	48
4.	Objectifs de la régulation financière	48
4.1	<i>Objectifs de la régulation financière</i>	48
4.2	<i>Discussion des objectifs</i>	48
4.2.1	<i>Protéger les investisseurs</i>	49
4.2.2	<i>Garantir que les marchés soient équitables, efficaces et transparents</i>	50
4.2.3	<i>Réduire les risques systémiques</i>	51
5.	L'environnement réglementaire	52

2^e partie – Le régulateur

6.	Le régulateur	54
6.1	<i>Principes relatifs au régulateur</i>	54
6.2	<i>Une responsabilité clairement définie</i>	55
6.3	<i>Indépendance et responsabilité</i>	55
6.4	<i>Pouvoirs adéquats et ressources suffisantes</i>	56
6.5	<i>Procédures réglementaires claires et cohérentes</i>	57
6.6	<i>Comportement du personnel</i>	57
7.	Autorité professionnelle	58
7.1	<i>Principes relatifs aux autorités professionnelles</i>	58
7.2	<i>Rôle des autorités professionnelles</i>	58
7.3	<i>Agrément et supervision</i>	59
8.	Respect des lois et règlements	61
8.1	<i>Principes du respect des lois et règlements</i>	61
8.2	<i>Inspection et contrôles de conformité</i>	61

8.3	<i>Pouvoirs larges du régulateur pour veiller au respect des lois et règlements</i>	62
8.4	<i>Application des lois et règlements à l'échelle internationale</i>	64
8.5	<i>Blanchiment d'argent</i>	64
9.	Coopération en matière de régulation	65
9.1	<i>Principes relatifs à la coopération en matière de régulation</i>	65
9.2	<i>Besoin de coopération sur le plan national</i>	65
9.3	<i>Besoin de coopération sur le plan international</i>	66
9.4	<i>Etendue de la coopération</i>	68
9.5	<i>Coopération relative aux conglomérats financiers</i>	70

3^e partie – Emetteurs, intermédiaires de marché et marché secondaire

10.	Emetteurs	72
10.1	<i>Principes relatifs aux émetteurs</i>	72
10.2	<i>Domaines traités dans cette section et besoins en matière de régulation des émetteurs</i>	72
10.3	<i>Publication ponctuelle d'informations</i>	74
10.4	<i>Délais de publication</i>	74
10.5	<i>Information relatives au contrôle des entreprises</i>	76
10.6	<i>Normes comptables et d'audit</i>	77
11.	Organismes de placements collectifs	78
11.1	<i>Principes relatifs aux organismes de placements collectifs</i>	78
11.2	<i>Domaines traités dans cette section</i>	79
11.3	<i>Eligibilité des gérants</i>	79
11.4	<i>Contrôle du comportement, conflits d'intérêt et délégations</i>	80
11.5	<i>Forme et structure juridiques</i>	81
11.6	<i>Publications obligatoires auprès des investisseurs</i>	81
11.7	<i>Protection des avoirs des clients</i>	82
11.8	<i>Valorisation et détermination du prix des actifs</i>	83
11.9	<i>Rachat des parts ou actions d'un organisme</i>	83
11.10	<i>Coopération internationale en matière de régulation</i>	84

12.	Intermédiaires de marché	84
12.1	<i>Principes relatifs aux intermédiaires de marché</i>	84
12.2	<i>Domaine traité dans cette section</i>	85
12.3	<i>Agrément et supervision</i>	86
12.4	<i>Adéquation du niveau des fonds propres</i>	88
12.5	<i>Respect des règlements professionnels et autres exigences prudentielles</i>	89
12.6	<i>Recours en cas de faillite financière d'un intermédiaire</i>	93
12.7	<i>Supervision des intermédiaires</i>	93
12.8	<i>Conseillers financiers</i>	94
13.	Marché secondaire	96
13.1	<i>Principes relatifs au marché secondaire</i>	96
13.2	<i>Domaine traité dans cette section</i>	96
13.3	<i>Marchés réglementés et systèmes de négociation</i>	97
13.4	<i>Surveillance permanente des systèmes et informations relatives aux procédures de marché</i>	99
13.5	<i>Transparence des négociations</i>	100
13.6	<i>Interdiction des manipulations et d'autres pratiques déloyales</i>	100
13.7	<i>Positions importantes, procédures applicables en cas de défaillance et dysfonctionnement du marché</i>	101
13.8	<i>Compensation et règlement</i>	103
13.9	<i>Régulation et normes des systèmes de compensation et de règlement</i>	103
13.10	<i>Vérification des transactions dans les systèmes de compensation et de règlement</i>	104
13.11	<i>Aspects de risques des systèmes de compensation et de règlement: appel de marge, compensation, vente à découvert et prêt de titres</i>	104
	13.11.1 <i>Appel de marge</i>	105
	13.11.2 <i>Compensation</i>	106
	13.11.3 <i>Vente à découvert et prêt de titres</i>	107

1^{ère} partie

Introduction et déclaration des objectifs et des principes de la régulation

1. Introduction

Le présent document établit trois objectifs servant de base à la régulation financière. Quelles que soient les différences existantes entre les structures des différents marchés, ces objectifs constituent l'assise d'un système de régulation efficace.

Ce document établit également trente principes applicables à la régulation financière régissant l'application concrète de ces objectifs. Il fournit des exemples de pratiques actuelles, tout en reconnaissant la possibilité et la nécessité de leur adaptation en fonction de l'évolution des marchés et des options stratégiques nouvelles que permettent les progrès technologiques et l'amélioration de la coordination entre régulateurs.

Les marchés financiers et les produits dérivés jouent un rôle capital dans la croissance, le développement et la force des économies de marché. Ils soutiennent la réalisation des initiatives des entreprises, en finançant l'exploitation de nouvelles idées et en facilitant la gestion du risque financier. De plus, comme les investisseurs individuels placent une partie croissante de leur patrimoine dans des fonds communs de placement ou dans d'autres formes de placements collectifs, le rôle des marchés financiers est devenu clef dans la gestion de patrimoine et des retraites.

Une régulation saine et efficace et, partant, la confiance qu'elle suscite, joue un rôle essentiel pour l'intégrité, la croissance et le développement des marchés financiers.

L'OICV est le principal groupe international de régulateurs des marchés financiers. On compte, parmi ses membres, les organismes régulateurs de quatre-vingt-onze pays qui assument au jour le jour la responsabilité de réguler les marchés financiers et de faire respecter les lois applicables aux valeurs mobilières.

Les statuts de l'OICV précisent dans leur préambule que:

«Les autorités boursières décident de coopérer ensemble afin d'assurer une meilleure régulation des marchés, sur le plan national comme sur le plan international, afin de veiller à ce que les marchés soient justes, efficaces et sains, en vue de:

- échanger des informations sur leur expérience respective pour promouvoir le développement des marchés de chaque pays,
- unifier leurs efforts pour établir des normes et une surveillance efficace des opérations internationales sur titres,
- s'offrir mutuellement assistance et assurer l'intégrité des marchés grâce à une mise en place efficace des normes et à une répression énergique des délits.»

L'OICV reconnaît que l'existence de marchés nationaux sains constitue un élément nécessaire à la solidité d'une économie nationale développée et que les marchés financiers nationaux sont de plus en plus intégrés au sein du marché mondial.

Les statuts de l'OICV établissent également la volonté des régulateurs des marchés financiers, tant au niveau national qu'international, d'être guidés par un souci constant de protection des investisseurs.

La communauté internationale des régulateurs doit fournir des conseils et une référence par rapport à laquelle pourront être mesurés les progrès accomplis en vue d'assurer une régulation efficace. Le présent document met également en évidence l'engagement de l'OICV concernant l'établissement et le maintien de normes de régulation strictes et cohérentes, applicables au secteur des valeurs mobilières. En tant que principal groupe international de régulation financière, l'OICV contribue à l'établissement de normes strictes en matière de régulation financière.

Le maintien de normes strictes de régulation et une coopération internationale efficace permettront non seulement de protéger les investisseurs, mais aussi de réduire le risque systémique.

Les régulateurs doivent être prêts à répondre au défi considérable que pose l'importance toujours grandissante de la technologie et tout particulièrement les développements observés dans le domaine du commerce électronique.

La mondialisation et l'intégration grandissante des marchés financiers posent des défis importants en matière de régulation des marchés financiers. Parallèlement, les marchés, et en particulier certains marchés émergents qui ont connu une croissance importante ces dernières années, ont été soumis aux effets de l'interactivité transfrontalière et interactive, certains étant également vulnérables à court terme aux effets des chocs économiques ou aux périodes de grande incertitude. Ainsi, opérant dans un environnement global et intégré, les régulateurs doivent être en mesure d'appréhender la nature des comportements transfrontaliers pour assumer leurs responsabilités concernant le maintien de marchés équitables, efficaces et transparents.

Une globalisation croissante des marchés entraîne naturellement une interdépendance de plus en plus grande entre régulateurs. Il est impératif que les liens entre régulateurs soient étroits et qu'ils puissent fonctionner de manière efficace. Les régulateurs doivent pouvoir également bénéficier d'une confiance mutuelle. Le développement de ces liens et de cette confiance sera facilité par la mise en place d'un ensemble de principes directeurs et d'objectifs partagés en matière de régulation.

De nombreux sujets abordés dans le présent document ont déjà fait l'objet de rapports ou de résolutions de l'OICV.⁶ Les rapports publiés par l'OICV ainsi que les résolutions adoptées par ses membres constituent une source précieuse d'informations concernant les principes de base de toute régulation financière efficace ainsi que les outils et techniques nécessaires à l'application desdits principes. Le présent document constitue en réalité un prolongement de ces rapports. Les rapports de l'OICV fournissent généralement une étude plus détaillée sur chaque sujet en particulier. Les notes au présent document font référence aux rapports et résolutions susmentionnés, qui doivent être consultés pour tout examen d'un point particulier. Des copies complètes du texte des rapports et résolutions peuvent être obtenues auprès du secrétariat de l'OICV.⁷

⁶ Une liste complète des résolutions de l'OICV est donnée en Annexe 1. Une liste complète des rapports de l'OICV est fournie à l'Annexe 2.

⁷ Adresse du site Internet du secrétariat de l'OICV: <http://www.iosco.org/>.

2. Mise en place

Les membres de l'OICV, en approuvant le présent document, confirment leur engagement de respecter les objectifs et principes qu'il établit. Dans la mesure des pouvoirs qui leur ont été conférés, ils confirment leur intention de mettre en œuvre tous les efforts nécessaires, au sein de leur juridiction, pour assurer le respect de ces principes. Au cas où des dispositions législatives, politiques ou réglementaires en vigueur constitueraient un obstacle au respect de ces principes, ils indiquent leur intention d'œuvrer à leur adaptation.

Il n'existe pas nécessairement pour chaque question réglementaire une seule approche satisfaisante. Les structures législatives et réglementaires peuvent être différentes d'une juridiction à l'autre en fonction des caractéristiques du marché local et de l'historique de leur évolution. Tout processus spécifique d'application des objectifs et des principes décrits dans ce document doit, pour une juridiction déterminée, tenir compte de tous les aspects du contexte national, y compris du cadre juridique et commercial concerné.

En fonction de la question traitée et des dispositions spécifiques à une juridiction déterminée, la mise en place peut nécessiter un ou plusieurs des éléments suivants: modification du cadre juridique ou réglementaire, modification de la politique ou du fonctionnement d'une autorité réglementaire, ou un accord bilatéral ou multilatéral.

Le régulateur doit fréquemment remettre en cause, au sein de son propre marché, le mode d'application spécifique de la régulation financière, aussi ce document n'aborde-t-il pas l'exhaustivité de l'activité de marché. Les marchés eux-mêmes connaissent une évolution permanente et le contenu de la régulation doit lui aussi être adapté pour être en mesure de contribuer au bon fonctionnement et à la bonne régulation de ces marchés en mutation constante. On doit, de ce fait, s'attendre à ce que les moyens utilisés pour assurer l'application des principes décrits dans le présent document soient progressivement modifiés.

3. Structure du document

Le présent document est divisé en trois parties:

La première partie propose une introduction au rapport, ainsi qu'une déclaration des objectifs et des principes de la régulation financière. Chacun des objectifs est également abordé rapidement.

La deuxième partie décrit les attributs qu'il convient de conférer aux régulateurs ainsi que le rôle potentiel donné aux autorités professionnelles. Il traite également de l'application des lois et règlements et des travaux de surveillance des marchés des régulateurs, ainsi que du besoin de coopération étroite entre ces derniers.

La troisième partie examine les conséquences concrètes que peuvent poser les objectifs en matière de régulation financière plus particulièrement en ce qui concerne les émetteurs, les organismes de placements collectifs, les intermédiaires de marché, les marchés secondaires, ainsi que la compensation et le règlement des opérations.

Chaque section importante des deuxième et troisième parties comprend un encadré incluant une liste résumée des principes à prendre en compte lors de l'application des objectifs.

4. Objectifs de la régulation financière

4.1 Objectifs de la régulation financière

La régulation financière est fondée sur trois objectifs principaux:

- **Protéger les investisseurs,**
- **Garantir que les marchés soient équitables, efficaces et transparents,**
- **Réduire les risques systémiques.**

4.2 Discussion des objectifs

Ces trois objectifs sont étroitement liés entre eux et, dans certains cas, se recourent. De nombreux impératifs qui contribuent à assurer l'existence de marchés équitables, efficaces et transparents

sont également utiles pour protéger les investisseurs et réduire le risque systémique. De la même manière, nombre des mesures destinées à réduire le risque systémique fournissent aux investisseurs une protection supplémentaire.

De plus, des questions telles que les programmes de contrôle approfondi et de respect des obligations, une application efficace des lois et règlements et une coopération étroite avec les autres régulateurs sont nécessaires à la mise en place de ces trois objectifs.

Les objectifs susmentionnés en matière de régulation sont décrits ci-après. Dans les parties 2 et 3 de ce document, les moyens de satisfaire à ces objectifs, qui s'articulent autour de trente principes, sont examinés plus à fond et sont replacés dans le contexte de la structure et des dispositifs réels du marché.

4.2.1 Protéger les investisseurs

Les investisseurs doivent être protégés contre toute manipulation et toute pratique trompeuse ou frauduleuse telles que les délits d'initiés, le non-respect des règles de priorité et le détournement des avoirs des clients.

Le moyen le plus important permettant d'assurer la protection des investisseurs est l'obligation de publier la totalité des informations sur lesquelles se fondent les décisions des investisseurs. Les investisseurs peuvent ainsi mieux percevoir les gains et les risques potentiels résultant de leur investissement et protéger au mieux leurs propres intérêts. L'existence de normes comptables et d'audit de haut niveau et reconnues sur le plan international constituent un élément clef de l'obligation de publication.

Seules les personnes dûment agréées et autorisées sont en droit, vis-à-vis du public, de se présenter comme fournisseurs de services d'investissement, comme par exemple en tant qu'intermédiaires ou opérateurs de marché. Le niveau minimum des fonds propres, que le titulaire de licence et les personnes autorisées doivent maintenir au départ et tout au long de leur activité, doit être fixé de sorte à permettre aux maisons de titres d'être dans une situation qui leur permettra d'honorer à tout moment les demandes de leurs contreparties et, si nécessaire, de liquider leurs activités sans induire de perte pour leurs clients.

La surveillance des intermédiaires de marchés doit assurer la protection des investisseurs en établissant des normes minimales pour chaque intervenant. Les investisseurs doivent bénéficier d'un traitement juste et équitable de la part des intermédiaires de marché conformément à des normes d'éthique. Il est impératif qu'un système complet d'inspection soit établi ainsi que des programmes assurant le suivi et le respect des lois et règlements.

Les investisseurs présents sur les marchés financiers sont particulièrement vulnérables aux abus éventuels perpétrés par des intermédiaires et d'autres intervenants, alors que chaque investisseur ne dispose, par lui-même, que de possibilités de recours relativement limitées. De plus, la complexité des opérations sur titres comme des montages frauduleux exige une application rigoureuse des lois financières. A chaque infraction de la loi, les investisseurs doivent être protégés par une application stricte du droit.

Les investisseurs doivent pouvoir bénéficier de procédures impartiales (tribunaux ou autres procédures de résolution des litiges) ou bien de moyens assurant le redressement et l'indemnisation des dommages causés par tout agissement illicite.

L'efficacité de la surveillance et de l'application des lois et règlements dépend d'une coopération étroite entre régulateurs au niveau national et international.

4.2.2 Garantir que les marchés soient équitables, efficaces et transparents

L'approbation nécessaire par les régulateurs des opérateurs de marchés et de systèmes de négociation ainsi que des règles boursières contribue à assurer l'équité des marchés.

Des marchés équitables vont de pair avec la protection des investisseurs et, en particulier, avec la prévention de pratiques répréhensibles. La structure des marchés ne doit pas être de nature à favoriser, de façon injustifiée, certains participants par rapport à d'autres. La régulation en place doit détecter, neutraliser et punir toute manipulation du marché et toute autre pratique frauduleuse.

Autant que possible, la régulation doit fournir aux investisseurs l'assurance qu'ils bénéficient d'un juste accès aux installations de marché ainsi qu'aux informations relatives au marché et aux prix. Elle doit également promouvoir les pratiques de marché de nature à assurer un juste traitement des ordres ainsi qu'un processus fiable d'établissement des prix.

Dans un marché efficient, les informations utiles circulent largement et sans délai et se reflètent dans le processus d'établissement des prix. La régulation doit promouvoir l'efficacité du marché.

La transparence peut être définie en termes de disponibilité relative des informations de marché (tant antérieures que postérieures à la négociation d'une opération) dans le public en temps réel. Les informations antérieures à la négociation d'une opération concernent l'accès aux offres fermes d'achat et de vente permettant aux investisseurs de savoir de manière relativement fiable si une transaction est possible et à quel prix. Les informations postérieures à la négociation d'une opération concernent les prix et les volumes de toutes les transactions déjà conclues. La régulation doit assurer une transparence du plus haut niveau.

4.2.3 Réduire les risques systémiques

Quoiqu'on ne puisse attendre des régulateurs qu'ils soient toujours en mesure de prévenir une défaillance des intermédiaires de marché, l'objectif de la régulation doit être de réduire le risque de défaillance (y compris par l'instauration d'obligations en matière de niveau minimum des fonds propres et de contrôle interne). Dans les cas où, malgré ces mesures, une défaillance financière se produit, son impact doit, autant que possible, être réduit par la régulation en place et, si possible, circonscrit à l'institution défaillante. Les intermédiaires de marché doivent, de ce fait, maintenir à tout moment un niveau de fonds propres adéquat et respecter d'autres exigences prudentielles. Si nécessaire, un intermédiaire doit être capable de liquider son fonds de commerce sans induire de perte pour ses clients et contreparties, ni dommage systémique.

La prise de risque reste un élément essentiel de toute activité de marché et la régulation ne doit pas entraver inutilement les pri-

ses de risques légitimes. Au contraire, les régulateurs doivent permettre et promouvoir une gestion efficace des risques en s'assurant que les exigences relatives au niveau minimum des fonds propres et aux autres règles prudentielles sont suffisantes pour traiter des prises de risques appropriées, permettre l'absorption de certaines pertes et contrôler les prises de risques excessives. Il est donc essentiel de pouvoir disposer d'un processus de compensation et de règlement efficace et précis soumis à une surveillance adéquate et utilisant des outils efficaces de gestion des risques.

Le traitement des défaillances doit bénéficier de dispositifs efficaces et sûrs sur le plan juridique. Cette question dépasse le cadre des lois financières et fait appel aux dispositions de cessation de paiement d'une juridiction.

Des événements se produisant dans une autre juridiction ou sur le plan international pouvant constituer des facteurs d'instabilité, les réponses apportées par les régulateurs aux dysfonctionnements du marché doivent viser à rétablir la stabilité des marchés tant sur le plan national qu'international, ce qui implique un climat de coopération et un échange d'informations.

5. L'environnement réglementaire

La totalité du présent document se fonde implicitement sur la conviction que la régulation doit faciliter la formation de capital et la croissance économique. La régulation doit prendre en compte la nécessité de reconnaître les avantages de la concurrence sur les marchés.

Il est nécessaire de mettre en place une régulation pour assurer que les trois objectifs principaux sont atteints. Il convient néanmoins de garder à l'esprit que toute régulation inadéquate peut constituer pour le marché un poids injustifié et freiner sa croissance et son développement.

On peut identifier des caractéristiques générales inhérentes à une régulation efficace et compatibles avec une croissance économique saine:

- absence de barrière superflue à l'entrée comme à la sortie des marchés et des produits,
- l'accès au marché doit être ouvert à tout type de participant qui répond aux critères d'admission imposés,
- dans la mise au point de la politique régissant les marchés, les organes de régulation doivent prendre en compte les implications possibles de ces exigences,
- les contraintes de la régulation doivent s'appliquer de manière égale à tous ceux qui prennent ou qui s'engagent à prendre un engagement financier spécifique.

Sur un plan plus général, un cadre juridique, fiscal et comptable adéquat et efficace doit être mis en place afin de permettre aux marchés financiers de fonctionner. Les lois et règlements financiers ne peuvent exister indépendamment des autres lois et obligations comptables en vigueur dans une juridiction déterminée.

Certaines considérations particulièrement importantes pour le cadre juridique sont précisées à l'Annexe 3. Cette annexe ne saurait constituer une liste exhaustive des points devant être abordés par le droit interne du pays, mais son objectif est plutôt d'identifier certaines questions qui ont une incidence particulière sur les marchés financiers.⁸

Le cadre comptable, que l'on pourrait traiter comme un aspect spécifique du cadre juridique, est plutôt traité ici (plus particulièrement en ce qui concerne la préparation des états financiers) dans le contexte de la publication obligatoire des informations financières par les émetteurs à la section 10.

⁸ Des pratiques saines de gouvernement d'entreprise contribuent également à la protection des intérêts des actionnaires. Le gouvernement d'entreprise relève généralement de statuts, de règles de cotation ou de codes de conduite, dont la portée dépasse le champ de ce document (voir également Annexe III).

2^e partie

Le régulateur

La deuxième partie de ce document traite des caractéristiques souhaitables pour tous les régulateurs⁹, le rôle qui peut être assumé par les autorités professionnelles, les travaux du régulateur liés à l'application et au respect des lois et règlements ainsi que le besoin de coopération étroite entre régulateurs.

6. Le régulateur

6.1 Principes relatifs au régulateur

- 1 Les responsabilités du régulateur doivent être claires et objectivement établies.
- 2 Le régulateur doit être fonctionnellement indépendant et responsable dans l'exercice de ses missions et de ses pouvoirs.
- 3 Le régulateur doit avoir les pouvoirs adéquats, les ressources et la capacité suffisantes pour accomplir ses missions et exercer ses pouvoirs.
- 4 Le régulateur doit adopter des procédures claires et cohérentes.
- 5 Les services de régulateur doivent observer le plus haut degré de compétence professionnelle et appliquer, notamment, des normes appropriées en matière de confidentialité.

⁹ Dans ce document, le terme «régulateur» est utilisé de manière générique. Il n'est pas nécessaire qu'il s'agisse d'un régulateur unique. Dans de nombreux pays, les compétences souhaitables du régulateur, telles que décrites dans ce document, sont en réalité exercées par deux ou plusieurs autorités publiques ou quasi publiques.

6.2 Une responsabilité clairement définie¹⁰

Les capacités du régulateur à agir de manière responsable, équitable et efficace seront soutenues par :

- une définition claire des responsabilités, de préférence définie par la loi,
- une forte coopération entre les autorités responsables¹¹, par l'intermédiaire des canaux appropriés,
- une protection juridique appropriée pour les régulateurs ainsi que pour leur personnel, celui-ci intervenant en toute bonne foi dans l'exercice de ses fonctions et de ses pouvoirs.

En fonction de l'organisation des produits et des services, il peut se faire qu'un produit ou un service déterminé possède des caractéristiques relevant habituellement d'au moins deux des activités suivantes: valeurs mobilières, banque et assurances. La législation doit être conçue de telle sorte qu'il ne subsiste dans la régulation aucun vide ni injustice du fait d'une telle division de responsabilités. Lorsque ce sont les responsabilités de régulation qui sont divisées, les actes en substance de même nature ne doivent pas être soumis à des contraintes divergentes en matière de régulation.

6.3 Indépendance et responsabilité

Le régulateur doit être indépendant sur le plan opérationnel de toute ingérence politique ou commerciale externe dans l'exercice de ses fonctions et de ses pouvoirs, et il doit être seul responsable de l'utilisation des pouvoirs et des ressources dont il dispose.

Cette indépendance doit être renforcée par la disponibilité pour le régulateur d'une source de revenus stable.

Dans certaines juridictions, des aspects spécifiques de la politique de régulation sont soumis à consultation du gouvernement, d'un ministère ou de toute autre autorité, ou même dans certains cas

¹⁰ Voir la résolution 1 de l'OICV.

¹¹ Dans ce document, le terme «autorité responsable» comprend tous ceux qui sont responsables de certains aspects de la régulation financière ainsi que les autres organismes régulateurs et autres autorités publiques responsables de l'application des lois.

doivent être approuvés par ces derniers. Les circonstances dans lesquelles une telle consultation ou une telle approbation est exigée ou permise doivent être claires et le processus doit être suffisamment transparent ou soumis à révision afin de garantir son intégrité. De manière générale, il ne convient pas, dans de telles circonstances, d'inclure un pouvoir de décision sur les questions techniques au jour le jour.

La responsabilité implique:

- un régulateur qui exerce ses activités indépendamment des intérêts sectoriels,
- un système de responsabilité publique du régulateur,
- un système permettant une révision judiciaire des décisions du régulateur.

Lorsque la responsabilité est assumée par l'intermédiaire d'une entité gouvernementale ou de toute autre autorité externe, le caractère confidentiel et commercialement sensible de la plupart des informations mises à la disposition du régulateur doit être respecté. De telles informations doivent être protégées de toute divulgation ou utilisation abusive par la mise en place de garde-fous.

6.4 Pouvoirs adéquats et ressources suffisantes

Le régulateur doit jouir des pouvoirs adéquats et disposer de ressources suffisantes et de l'autorité nécessaire pour assumer ses fonctions et exercer ses pouvoirs.

C'est concrètement ce qu'explique le présent document, à savoir les pouvoirs d'accorder des licences, de surveiller, d'enquêter et de faire appliquer les lois qui sont tous développés dans les sections suivantes.

Ceci nécessite obligatoirement la mise en place d'un financement adéquat pour le régulateur afin que celui-ci ait les moyens d'accomplir les tâches qui lui incombent. Le niveau des ressources doit prendre en compte la difficulté d'attirer et de motiver du personnel expérimenté disposant de compétences qui ont une valeur pour le secteur privé.

Le régulateur doit assurer que son personnel reçoit en permanence une formation adéquate.

6.5 Procédures réglementaires claires et cohérentes

Dans l'exercice de ses pouvoirs et en assumant ses fonctions, le régulateur doit adopter des processus qui soient:

- appliqués de manière cohérente,
- compréhensibles,
- transparents vis-à-vis du public,
- justes et équitables.

Dans l'élaboration de sa politique le régulateur doit:

- mettre en place un processus de consultation qui inclut ceux qui sont concernés par ladite politique,
- assurer sa publication pour les grands domaines opérationnels¹²
- observer des normes d'équité dans sa procédure
- veiller au coût qu'entraîne le respect de ladite régulation.

De nombreux régulateurs ont autorité pour publier des rapports sur le résultat de recherches ou d'enquêtes, particulièrement lorsque cette publication peut servir de guide aux participants au marché et à leurs conseillers. Toute publication d'un rapport doit prendre en compte les droits d'un individu à faire valoir équitablement son point de vue et la protection des données personnelles, ces éléments étant souvent de nature à exclure toute publicité lorsque l'enquête n'est pas terminée.

Les régulateurs doivent également jouer un rôle moteur dans la formation des investisseurs et des autres participants aux marchés des capitaux.

6.6 Comportement du personnel

Le personnel du régulateur doit respecter les normes professionnelles les plus élevées et recevoir des directives claires en matière de conduite, notamment:

¹² Dans certains domaines opérationnels, et dans certains cas, en particulier dans les domaines du contrôle et des poursuites, les consultations et la publication peuvent ne pas être nécessaires ou même ne pas être souhaitables lorsque certaines consultations ou publications pourraient compromettre l'efficacité de la mise en place de la politique en question.

- les règles visant à éviter les conflits d'intérêt (y compris les conditions auxquelles les membres du personnel peuvent acheter et vendre des valeurs mobilières),
- l'utilisation idoine des informations obtenues en exerçant ses pouvoirs et assurant ses responsabilités,
- le bon respect des règles de confidentialité et de discrétion ainsi que la protection des données personnelles,
- l'équité en matière de procédure.

7. Autorité professionnelle¹³

7.1 Principes relatifs aux autorités professionnelles

- 6 En fonction de la taille et de la complexité des marchés, le système de régulation doit faire un usage approprié des autorités professionnelles qui exercent des responsabilités de surveillance directe dans leur domaine de compétence propre.
- 7 Les autorités professionnelles doivent être supervisées par le régulateur et doivent respecter des normes de confidentialité et d'équité dans l'exercice de leurs pouvoirs et de leurs responsabilités déléguées.

7.2 Rôle des autorités professionnelles

Les autorités professionnelles (AP) peuvent constituer une aide utile au régulateur afin de réaliser les objectifs de la régulation financière.

On rencontre plusieurs modèles différents d'autorégulation par des autorités professionnelles et le niveau d'autorégulation est variable selon les cas. Dans la plupart des juridictions, les AP présentent deux caractéristiques communes: une séparation par rapport au régulateur public (bien que les procédures de contrôle et d'autorisation gouvernementale soient généralement maintenues) et la par-

¹³ Rapport du comité de l'OICV sur les marchés émergents, juin 1995 (53). *Legal and Regulatory Framework for Exchange Traded Derivatives*, à 6 – 9 et le rapport COSRA, *Principles of Effective Market Oversight*, mai 1995.

ticipation du monde des affaires, du secteur industriel et, si nécessaire, des investisseurs aux opérations de l'AP.

Une telle autorégulation peut présenter des avantages substantiels:

- les AP peuvent imposer le respect de règles d'éthique qui vont au-delà des réglementations publiques,
- les AP peuvent bénéficier d'une connaissance approfondie et d'une expertise des opérations et des pratiques du marché et peuvent être capables de réagir plus rapidement et avec une plus grande flexibilité que l'autorité publique face à un changement des conditions du marché.

Les AP doivent, en matière de régulation, assumer les responsabilités qu'elles sont en mesure de remplir le plus efficacement. Les actions des AP seront souvent limitées par les contrats et règles qui leur sont applicables.

7.3 Agrément et supervision

Le régulateur doit obtenir d'une AP qu'elle satisfasse aux normes appropriées avant de lui permettre d'exercer ses pouvoirs. Le contrôle des AP doit être exercé en permanence.

De plus, dès qu'une AP est opérationnelle, le régulateur doit s'assurer que l'exercice de ce pouvoir est dans l'intérêt public et a pour conséquence une application juste et cohérente des lois financières, règlements et règles des AP applicables.¹⁴

L'efficacité d'une AP peut être compromise du fait de conflits d'intérêt. Il incombe au régulateur de suivre les risques possibles de conflits d'intérêt et d'agir en conséquence. Le régulateur doit s'assurer qu'aucune situation de conflit d'intérêt ne se produit du fait de l'accès d'une AP à des informations de marché concernant les acteurs du marché (que ceux-ci soient membres de l'AP elle-même ou non). Le risque de situation de conflits d'intérêt a tendance à être plus grand dans le cas où l'AP est responsable à la fois de la supervision de ses membres et de la régulation d'un secteur de marché donné.

¹⁴ Rapport COSRA, *Principles of Effective Market Oversight*, mai 1995.

Avant qu'une AP puisse bénéficier de ces pouvoirs, le législateur ou le régulateur doit exiger d'elle de:

- disposer des moyens nécessaires pour appliquer les lois, règlements et règles de l'AP en vigueur et pour faire appliquer par ses membres et par des personnes qui leur sont associées ces lois, règlements et règles,
- traiter tous les membres de l'AP ainsi que les candidats souhaitant devenir membres de manière équitable et cohérente,
- développer des règles destinées à établir pour ses membres des règles de conduite et défendre la protection des investisseurs,
- soumettre ses propres règles au régulateur, pour que celui-ci les examine et/ou les approuve selon ce qu'il décidera et s'assurer de la cohérence des règles de l'AP avec les directives de la politique publique du régulateur,
- apporter toute sa coopération au régulateur ainsi qu'aux autres AP dans toutes les enquêtes ainsi que dans la mise en œuvre des lois et règlements applicables,
- assurer l'application de ses propres règles et imposer les sanctions appropriées en cas d'infraction,
- s'assurer que tous les membres soient justement représentés dans le processus de sélection de ses administrateurs et la gestion de ses activités,
- éviter les règles qui pourraient risquer de donner lieu à des situations où la concurrence ne jouerait pas librement, et
- éviter d'utiliser son rôle de supervision de manière à permettre à un acteur du marché de profiter indûment d'un avantage sur ce dernier.

Quelle que soit l'étendue du recours à l'autorégulation, le régulateur public doit conserver le pouvoir d'enquêter sur les questions affectant les investisseurs ou le marché. Lorsque les pouvoirs dont dispose une AP ne sont pas suffisants pour traiter ou mener une enquête sur des agissements répréhensibles ou lorsqu'une telle intervention est rendue nécessaire du fait de l'existence d'un conflit d'intérêt, le régulateur doit reprendre de l'AP la responsabilité de ladite enquête. Il est, de ce fait, important que l'AP fournisse au régulateur des informations suffisantes pour permettre à ce dernier d'identifier de telles situations de manière suffisamment précoce.

Les AP doivent s'engager à respecter les mêmes règles de comportement professionnels, tel que la confidentialité et l'impartialité de procédure, que l'on est en droit d'attendre d'un régulateur.¹⁵

8. Respect des lois et règlements

8.1 Principes du respect des lois et règlements

- 8 Le régulateur doit disposer de pouvoirs étendus de contrôle, d'enquête et de surveillance.
- 9 Le régulateur doit avoir des pouvoirs étendus pour faire respecter les lois et règlements.
- 10 Le système de régulation doit permettre un usage effectif et crédible des pouvoirs de contrôle, d'inspection et de surveillance, pour le respect des lois et règlements et, enfin, permettre la mise en place de véritables programmes de contrôle de conformité avec les lois et règlements.

8.2 Inspection et contrôles de conformité¹⁶

La supervision des agissements des intermédiaires de marché exercée par le contrôle et l'inspection est utile au maintien de normes de haut niveau ainsi qu'à la protection des investisseurs. Ces programmes de prévention constituent un complément nécessaire au programme d'enquêtes et d'application des lois.

Le régulateur doit détenir les pouvoirs nécessaires pour imposer que des informations lui soient communiquées¹⁷ ou pour mener des inspections sur les opérations réalisées chaque fois qu'il les

¹⁵ Les AP sont d'habitude des entités non gouvernementales et, de ce fait, ne sont pas toujours sujettes aux mêmes normes que celles applicables aux agences gouvernementales.

¹⁶ Voir les résolutions 9, 39 et 40 de l'OICV.

¹⁷ Les informations à fournir ici peuvent comprendre les dossiers conservés pour la gestion normale des opérations ou des informations préparées tout spécialement en réponse à une enquête particulière ou encore des informations fournies dans le cadre de la procédure habituelle de surveillance mise en place par le régulateur.

estime nécessaires afin d'assurer que les normes applicables sont suivies. L'utilisation des pouvoirs d'enquêtes, en ce qui concerne des personnes autorisées ou titulaires de licence, n'est pas soumise à la condition préalable de l'existence d'un soupçon d'infraction d'une loi.

Les inspections peuvent être menées par le régulateur lui-même comme par toute autre autorité compétente. Le régulateur peut également envisager de déléguer une telle autorité aux AP ou de faire appel à des tiers qui, moyennant une surveillance adéquate, pourront mener cette inspection pour son compte. Ces tiers seront également soumis aux exigences de publication et de confidentialité. Ces inspections doivent être menées en utilisant les instruments et techniques adéquats, ces derniers pouvant varier d'une juridiction à l'autre.

Dans certains domaines, comme par exemple lorsqu'il s'agit de passer en revue les transactions réalisées en bourse, il peut s'avérer nécessaire de faire appel à des moyens technologiques, pour assurer une régulation efficace. Dans d'autres domaines, tels que l'inspection des agissements des courtiers, il conviendra de prendre en compte un certain équilibre entre, d'une part, les inspections et entretiens sur site et, d'autre part, la nécessité de fournir des informations régulières, qui pourront faire l'objet d'un examen hors site.

Les visites des inspecteurs pourront être effectuées à intervalles réguliers ou déclenchées par une analyse spécifique du risque ou une plainte. Dans sa prise de décision concernant l'utilisation efficace des ressources, le régulateur doit prendre en compte à la fois la nécessité d'une large couverture du marché ainsi que l'importance de concentrer précisément ses inspections sur les domaines présentant un haut risque pour les investisseurs ou menaçant la stabilité systémique.

8.3 Pouvoirs larges du régulateur pour veiller au respect des lois et règlements¹⁸

La complexité des opérations sur titres comme la sophistication des montages frauduleux exigent que les lois sur les valeurs soient

¹⁸ Voir les résolutions 35, 37, 39 et 40 de l'OICV.

appliquées avec fermeté et rigueur. Les investisseurs sur les marchés financiers sont particulièrement vulnérables aux agissements répréhensibles de la part des intermédiaires et d'autres intervenants.

Le régulateur doit, comme toutes les autres autorités gouvernementales concernées, bénéficier de pouvoirs d'enquête et d'application des lois et règlements suffisamment étendus tels que:

- les pouvoirs réglementaires et d'enquête afin d'obtenir les données, informations, documents, déclarations et dossiers auprès des personnes ayant joué un rôle dans les opérations faisant l'objet d'une enquête ou qui détiennent des informations ayant un lien avec elle,
- le pouvoir de requérir des injonctions et/ou d'entreprendre toute autre action visant à s'assurer que ces pouvoirs réglementaires, administratifs et d'enquête sont respectés,
- le pouvoir d'imposer des sanctions administratives et/ou de demander des sanctions ou injonctions des tribunaux,
- le pouvoir d'initier ou de transmettre des poursuites criminelles,
- le pouvoir de prononcer la suspension de transactions sur certaines valeurs mobilières ou de prendre toute autre action justifiée¹⁹,
- le pouvoir de conclure des engagements exécutoires et d'accepter des engagements fermes, lorsqu'il est possible de prendre des actions coercitives.

D'une manière générale, ces pouvoirs d'application ne doivent pas restreindre les droits d'engager des actions des personnes privées. Celles-ci doivent ainsi être capables de rechercher leur propre recours (y compris, par exemple, en ce qui concerne les compensations ou le respect des termes d'un engagement spécifique).

Il n'est pas nécessaire que la responsabilité de tous les aspects différents de l'application des lois financières incombe à une seule et même entité. Plusieurs modèles de fonctionnement se sont révélés efficaces. Parmi ces modèles, certains répartissent les responsabilités entre plusieurs entités publiques ou quasi publiques, dans certains cas, la responsabilité est également partagée avec des AP.

¹⁹ Toute autre action peut comprendre l'imposition de restrictions de transaction ou d'obligations applicables à certains participants au marché. Par exemple, il peut s'agir de limites de position, de comptes rendus obligatoires, de transactions sans prise de position ou de dépôts de garantie obligatoire spéciaux.

Le partage de responsabilité ainsi que le besoin de coopération étroite peuvent être particulièrement importants pour assurer que seuls les participants dûment autorisés interviennent sur les marchés, les personnes ne détenant pas de licence doivent être poursuivies.

8.4 Application des lois et règlements à l'échelle internationale

Le caractère international des marchés financiers et le fait que des actions soient fréquemment entreprises dans plusieurs juridictions soulèvent un certain nombre de questions spécifiques.

La loi en vigueur ainsi que les pouvoirs du régulateur pour veiller à son respect doivent être suffisants pour assurer leur efficacité en cas d'infraction transfrontalière. De ce fait, le régulateur doit faire son possible pour s'assurer qu'il ou toute autre autorité détient, dans sa juridiction, l'autorité nécessaire pour obtenir les informations (y compris toute déclaration et document) éventuellement nécessaires aux enquêtes et aux poursuites liées à des infractions éventuelles des lois et des règlements financiers; il doit s'assurer aussi que ces informations peuvent être partagées directement avec les autres régulateurs ou indirectement par l'intermédiaire des autorités dans leur juridiction afin qu'elles soient disponibles pour les enquêtes et poursuites liées à des infractions des lois et règlements financiers.²⁰

La coopération internationale et son importance pour l'efficacité de la régulation est abordée à la section 9.

8.5 Blanchiment d'argent²¹

L'expression «blanchiment d'argent» couvre une large gamme d'activités et de procédures dont l'objectif est de masquer l'origine de fonds obtenus illégalement et de laisser croire que ces fonds ont été obtenus de source légitime.

²⁰ Résolutions sur le pouvoir d'application des lois, Comité des Présidents de l'OICV, novembre 1997.

²¹ Voir d'une manière générale le rapport du Comité Technique de l'OICV, octobre 1992 (25), Report on Money Laundering.

Les régulateurs doivent se poser la question de savoir si la législation nationale est suffisante pour traiter les risques liés au blanchiment d'argent. Le régulateur doit également obtenir des intermédiaires de marché qu'ils mettent en place des politiques et des procédures permettant de minimiser le risque de voir l'entreprise d'un intermédiaire utilisée comme instrument de blanchiment d'argent.

9. Coopération en matière de régulation

9.1 Principes relatifs à la coopération en matière de régulation

- 11 Le régulateur doit avoir le pouvoir d'échanger des informations confidentielles et non confidentielles avec ses homologues nationaux et étrangers.
- 12 Les régulateurs doivent établir des mécanismes d'échange d'informations qui précisent quand et comment ils vont échanger des informations confidentielles et non confidentielles avec leurs homologues nationaux et étrangers.
- 13 Le système de régulation doit permettre qu'une assistance soit fournie aux homologues étrangers qui doivent mener des enquêtes dans l'accomplissement de leurs missions et dans l'exercice de leurs pouvoirs.

9.2 Besoin de coopération sur le plan national²²

Il peut exister un besoin important de partager les informations au niveau national lorsque la régulation fait l'objet de divisions du fait des structures institutionnelles ou d'un recoupement des lois financières avec les lois générales d'une juridiction. Ainsi, par exemple, pour les cas de fraude ou de blanchiment d'argent qui mettent en jeu des valeurs mobilières, une coopération étroite entre deux ou plusieurs régulateurs nationaux peut être nécessaire, y compris les autorités réglementaires, judiciaires et en charge de l'application des lois.

Le besoin de coopération sur le plan national peut dépasser le cadre de l'application de la loi et comprendre des informations liées à une autorisation d'agir dans une certaine capacité et pour la réduction

²² Voir les résolutions 9, 19, 20, 23, 26, 28, 33, 34 et 40 de l'OICV.

tion du risque systémique, par exemple, dans le cas où les responsabilités sont scindées entre les secteurs des valeurs mobilières, bancaires et autres secteurs financiers.

9.3 Besoin de coopération sur le plan international

La coopération internationale entre les régulateurs est nécessaire pour assurer une régulation efficace de chaque marché national. L'incapacité à fournir une assistance dans ce domaine peut sérieusement mettre en danger l'efficacité des efforts en matière de régulation financière. Les lois nationales doivent lever les obstacles à la coopération internationale.²³

Les progrès réalisés par l'internationalisation des activités financières ainsi que la globalisation des marchés entraînent le fait que les informations liées aux autorisations ou agréments dépassent souvent le cadre de la juridiction immédiate du régulateur compétent. Par exemple, une demande de licence peut être reçue de la part d'une personne que l'on sait être domiciliée dans une autre juridiction ou un enregistrement peut être demandé pour les mêmes documents d'offres dans plusieurs juridictions.

De la même manière, les menaces contre l'équilibre systémique ne sont pas limitées aux facteurs domestiques et peuvent comprendre le comportement de certaines institutions financières sur le territoire d'une autre juridiction. Les régulateurs doivent se poser la question de savoir s'ils disposent d'accords leur permettant de partager leurs informations avec les régulateurs des autres juridictions afin de leur permettre d'identifier ces menaces et d'agir en conséquence.

De plus, un nombre toujours croissant de sociétés ont leurs titres cotés dans plusieurs juridictions et il est habituel qu'une partie importante de l'activité commerciale d'un émetteur ait lieu dans un pays autre que celui dans lequel ses titres sont cotés. Les investisseurs investissent souvent sur des marchés étrangers ou dans des

²³ *Report on the Self-Evaluation* établi par les membres de l'OICV à la suite de la résolution de 1994 *Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance*, novembre 1997 (75). Voir également les résolutions 39 et 40 de l'OICV.

titres étrangers, que ce soit directement ou par l'intermédiaire de fonds gérés. Un nombre grandissant d'organismes de placements collectifs sont proposés au-delà de leurs frontières d'origine. Il est également courant que les promoteurs, les gérants et les dépositaires d'organismes soient installés dans plusieurs juridictions différentes et, le cas échéant, dans une juridiction différente de celle dans laquelle se trouvent les investisseurs auxquels l'organisme est proposé.

Des produits financiers similaires peuvent être traités sur plusieurs bourses dans plusieurs pays, de plus, on trouve de nombreux produits dérivés dont le produit sous-jacent ou le prix de référence est coté, produit ou dérivé à l'étranger.

La fraude, la manipulation des marchés, les délits d'initié comme toutes les autres conduites illégales traversent les frontières des juridictions et on observe ce phénomène de plus en plus fréquemment dans un marché mondial relayé par des systèmes de télécommunication modernes.

L'importance de la coopération internationale pour les recherches et les enquêtes en matière d'infraction possible est également mise en évidence lorsque l'on observe certaines des caractéristiques communes des infractions des lois financières, comme le transfert des produits de délits à l'étranger, la fuite des coupables dans un pays étranger, l'utilisation de circuits passant par des juridictions étrangères afin de dissimuler l'identité des parties ou l'origine des fonds, l'utilisation de comptes étrangers pour dissimuler la propriété réelle des actions, ainsi que la facilité avec laquelle les infractions transfrontalières sont exécutées grâce aux moyens de communication internationale, y compris Internet.

Dans des circonstances telles que celles qui sont décrites ci-dessus, toute régulation efficace peut être menacée lorsque les informations nécessaires sont situées dans une autre juridiction et qu'elles ne sont pas disponibles, ni accessibles.²⁴

²⁴ Voir les résolutions 9, 19, 20, 23, 26, 28, 33, 34 et 40 de l'OICV, la résolution de 1994 du Comité des Présidents de l'OICV sur *Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance*. Voir la résolution 31 de l'OICV. La résolution de 1997 du Comité des Présidents de l'OICV *Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws*.

Des mécanismes de coopération doivent, de ce fait, être mis en place au niveau international afin d'aider à détecter et à identifier les infractions transfrontalières et de faciliter l'attribution des licences et l'exécution des responsabilités de supervision. Les déclarations d'intention font partie de ces mécanismes.

9.4 Etendue de la coopération

La forme comme le contenu de la coopération pourront varier selon les cas.²⁵ Il est important que l'assistance soit disponible non seulement dans le cadre d'enquêtes mais également pour toute autre forme de demande de renseignement dans le cadre de programmes d'application des lois et des règlements dans le but d'empêcher les activités illicites. Il peut également y avoir un besoin d'échanger des informations générales sur certains aspects concernant la régulation, y compris des informations de nature financière ou de contrôle, l'expertise technique, les techniques de surveillance et d'application ainsi que la formation des investisseurs.

Des conventions de coopération ou d'autres accords écrits peuvent renforcer le processus d'échange d'informations.²⁶ La simple présence d'un accord formel ne saurait cependant remplacer un accord d'engagement de coopération étroite.

²⁵ Ce dernier peut imposer, par exemple: le partage régulier d'informations sur des activités suspectes ou sur des cas de fraude évidente, d'informations sur toutes les questions portant sur un demandeur de licence, une demande de cotation ou d'enregistrement, d'informations sur la situation actuelle d'un titulaire de licence ou d'un émetteur, d'informations qui pourraient être utilisées pour minimiser les effets préjudiciables des dysfonctionnements du marché, y compris les plans d'urgence, les personnes à contacter et les mesures structurelles destinées à gérer les dysfonctionnements du marché, d'informations sur les caractéristiques du marché telles que les actions entreprises par les autorités de marché, les prix, les transactions réalisées ainsi que les données globales de marché.

²⁶ En ce qui concerne le contenu de lettres d'intention concernant la coopération, voir d'une manière générale le rapport du Comité Technique de l'OICV, septembre 1991 (17), *Principles of Memoranda of Understanding*.

Ces accords, qu'ils soient formels ou informels, doivent tous avoir plusieurs caractéristiques fondamentales communes:

- identification des circonstances dans lesquelles l'assistance peut être recherchée,
- identification des types d'informations et de l'assistance qui peuvent être fournis,
- mesure de protection de la confidentialité des informations transmises,
- description des utilisations autorisées des informations fournies.

Les mécanismes de partage d'informations doivent prendre en compte les facteurs suivants:

- le nom des autorités de marché ou du régulateur qui ont accès aux informations et à l'assistance ou qui sont capables de les fournir,
- le mode d'accès à ces éléments dans le cadre de la loi en vigueur,
- la confidentialité et les limites d'utilisation dans le cadre des lois en vigueur,
- la forme et la ponctualité de l'assistance ou du partage des informations,
- l'applicabilité d'autres accords (y compris des lettres d'intention) entre ces autorités, pour le partage d'informations financières ou liées à des enquêtes.

Les accords peuvent également prévoir des clauses limitant la responsabilité et les droits des tiers, les consultations régulières entre les autorités, ainsi qu'une exception à la politique publique en matière de communication d'informations.

Lorsqu'une assistance est offerte à une autre autorité sous la forme de communication d'informations confidentielles obtenues par le régulateur dans l'exercice de ses fonctions ou de ses pouvoirs, un soin particulier doit être apporté afin que celles-ci soient fournies dans des conditions préservant leur confidentialité d'une manière cohérente avec l'objectif de cette communication.

Il est important d'éliminer toute disposition de «double illégalité» liée au partage des informations et à la coopération entre les régulateurs. A titre transitoire, afin de donner à une juridiction le temps de supprimer les dispositions de double illégalité, il est important que toute disposition soit interprétée de manière flexible en minimisant l'impact sur la coopération internationale.

Une assistance peut également être nécessaire dans le cadre d'actions concrètes. Lorsque les régulateurs en ont le pouvoir, ils peuvent utiliser la contrainte pour faire appliquer les lois financières lorsqu'ils sont en mesure d'empêcher que les fruits d'une fraude ou de toute autre infraction ne se dissipent ou ne soient dissimulés dans le système, afin de faciliter la récupération de leurs fonds par les investisseurs spoliés.²⁷

Cette forme d'assistance peut comprendre²⁸:

- une assistance dans l'obtention d'informations publiques ou privées, par exemple, concernant un titulaire de licence, une société cotée, un actionnaire, un propriétaire final ou une personne contrôlant un titulaire de licence ou une société,
- une assistance dans l'obtention d'informations bancaires, boursières ou toute autre donnée enregistrée,
- une assistance dans l'obtention de la coopération volontaire de ceux qui peuvent détenir des informations sur l'objet d'une enquête,
- une assistance dans l'obtention de l'information sous la contrainte – que ce soit la fourniture d'un document ou de témoignages ou de déclarations verbales,
- une assistance dans l'obtention d'informations sur le processus réglementaire dans une juridiction, ou dans l'obtention de décisions judiciaires, comme les injonctions urgentes.

9.5 Coopération relative aux conglomérats financiers²⁹

L'émergence de plus en plus fréquente de conglomérats financiers qui regroupent les activités de firmes appartenant à plusieurs secteurs financiers, ou qui regroupent des sociétés financières et non-financières, comme c'est le cas dans certaines juridictions, souligne la nécessité de renforcer les efforts de coopération afin d'amé-

²⁷ Rapport du Comité Technique de l'OICV, juillet 1996 (55) *Measures Available on a Cross-Border Basis to Protect Interests and Assets of Defrauded Investors*.

²⁸ Rapport du Comité Technique de l'OICV, octobre 1994 (41), *Report on Issues Raised for Securities and Futures Regulators by Under-Regulated and Uncooperative Jurisdictions*.

²⁹ Documents de consultation de l'OICV (1), *Supervision of Financial Conglomerates*, février 1998.

liorer l'efficacité des méthodes et des approches de supervision. En l'absence de coopération réelle entre les régulateurs, il peut s'avérer difficile de connaître l'ensemble des activités d'un tel groupe. Cette coopération est particulièrement importante lorsque, comme c'est souvent le cas, le groupe en question exerce des activités sur le territoire de plusieurs juridictions.

Les procédures spécifiques utilisées pour la supervision des conglomérats financiers doivent prendre en compte la loi nationale des différents lieux dans lesquels ils mènent leurs activités ainsi qu'un possible partage entre plusieurs autorités de la responsabilité réglementaire applicable. Il est néanmoins possible d'identifier certaines questions générales qui appellent une étroite coopération en matière de surveillance:

- Structure des conglomérats financiers,
- Exigences en matière de niveau minimum des fonds propres de ces conglomérats,
- Investissements réalisés dans des sociétés appartenant à un même groupe,
- Risques intra-groupe et risques consolidés au niveau du groupe,
- Relations avec les actionnaires,
- Responsabilités de gestion et contrôle des entités soumises à régulation.

Il convient également de prendre en compte la faculté des régulateurs d'échanger des informations avec les autres régulateurs au niveau national comme au niveau international, comme par exemple dans le secteur de la banque et de l'assurance. Ici aussi, de tels échanges d'informations doivent respecter les critères de respect de la confidentialité et de protection des données personnelles.

3^e partie

Emetteurs, intermédiaires de marché et marché secondaire

La troisième partie traite de l'application des objectifs de la régulation au jour le jour des marchés, tout particulièrement en ce qui concerne les publications des émetteurs, le comportement des intermédiaires du marché, les opérations sur les marchés secondaires ainsi que la compensation et le règlement des opérations.

10. Emetteurs³⁰

10.1 Principes relatifs aux émetteurs

- 14 La publication des résultats comptables des autres informations susceptibles d'influencer les décisions des investisseurs doit être intégrale, ponctuelle et précise.
- 15 Les détenteurs de titres d'une société doivent être traités de manière juste et équitable.
- 16 Les normes comptables et d'audit doivent être de haut niveau de qualité et reconnue au niveau international.

10.2. Domaines traités dans cette section et besoins en matière de régulation des émetteurs

Cette section traite principalement de l'émission de titres dans le public et des opérations sur les marchés. Elle traite aussi du contenu des messages publicitaires ainsi que des informations concernant les émetteurs, les offres, les cotations, les rapports périodiques, ainsi que les rapports concernant les événements importants, les

³⁰ L'obligation de publier les informations appropriées n'est pas limitée aux émetteurs. On verra dans le reste du texte que d'autres intervenants ont également des obligations à cet effet.

acquisitions ou les modifications du contrôle des entreprises ou des intérêts associés dans la détention de titres négociés sur les marchés publics.³¹

Le terme «émetteur» doit être pris au sens large. Il comprend ainsi tous ceux qui lèvent des fonds sur un marché. Ceux qui proposent des prises de participation dans des organismes de placements collectifs sont traités à la section suivante.³² Les obligations de publication du type de celles décrites à la section 10.4 peuvent être applicables à d'autres intervenants que les émetteurs eux-mêmes comme les administrateurs et les cadres dirigeants de la société, les garants de l'émission et les principaux actionnaires.

La régulation des émetteurs doit assurer à la fois la protection des investisseurs ainsi qu'un fonctionnement équitable, ordonné et efficace du marché. On trouvera à l'Annexe 3 une description de plusieurs autres lois qui doivent nécessairement compléter la régulation financière. Dans ce contexte, les éléments suivants revêtent une importance particulière:

- constitution de la société,
- responsabilités des administrateurs et des cadres,
- réglementation des OPA et des autres transactions visant à prendre ou à céder le contrôle d'une entreprise,
- lois régissant l'émission de titres,
- publication des informations destinées aux porteurs de titres afin de leur permettre de voter en connaissance de cause,
- publication de la liste des principaux actionnaires,
- lois sur les faillites.

³¹ Dans la plupart des juridictions, les offres faisant appel public à l'épargne sont réglementées séparément afin d'offrir une protection d'ensemble au public tout en réduisant les charges du régulateur dans le cas d'opérations ne faisant pas appel public à l'épargne. La définition de l'appel public à l'épargne peut varier d'un cas à l'autre ainsi que le seuil au-delà duquel une opération est considérée comme une opération de marché public.

³² Les marchés des produits dérivés appartiennent à une catégorie séparée. Les opérateurs et intermédiaires de marché doivent assurer, entre autres, que les termes des contrats échangés, les mécanismes régissant ces échanges ainsi que les risques génériques liés à l'effet de levier sont publiés de manière adéquate.

10.3 Publication ponctuelle d'informations

Les investisseurs doivent à tout moment disposer des informations nécessaires pour prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause. Le principe de la publication exhaustive, ponctuelle et précise d'informations récentes et fiables, qui sont importantes pour les décisions d'investissements, est directement lié aux objectifs de protection des investisseurs et de fonctionnement équitable, efficace et transparent des marchés.

10.4 Délais de publication

Les règles de publication doivent au moins couvrir les éléments suivants³³:

- conditions applicables à un placement de titres dans le public,
- contenu et distribution des prospectus et des autres documents de l'offre (et, le cas échéant, des prospectus résumés ou des documents de première présentation),
- documents complémentaires préparés dans le cadre de l'offre,
- publicité réalisée en liaison avec l'offre de titres,
- informations sur les principaux actionnaires d'une société cotée,
- informations sur ceux qui cherchent à prendre le contrôle d'une société (cet aspect est présenté ci-dessous plus en détail),
- informations importantes pour l'établissement du prix ou de la valeur d'un titre coté,
- rapports périodiques,
- décisions de vote des actionnaires.

Les publications doivent être claires, suffisamment précises et ponctuelles. Les obligations spécifiques de publication doivent être complétées par une obligation générale. Cette obligation générale

³³ Voir le rapport du Comité Technique de l'OICV, septembre 1991 (16), *International Equity Offers* et (38), (61) et (70). Voir également les rapports du Comité de développement de l'OICV, octobre 1992 (24), *Report on Disclosure Requirements*, et 25 octobre 1993 (32), *Report on Disclosure*, le rapport du Comité Technique de l'OICV, octobre 1994 (39), *Report on Disclosure and Accounting*, et le rapport du Comité des marchés émergents de l'OICV, septembre 1996 (62), *Reporting of Material Events in Emerging Markets*.

peut disposer que toute information importante concernant une décision particulière d'investissement doit être publiée. Une autre approche de cette obligation est de rendre obligatoire la publication de toute information dont la divulgation permet d'éviter que les précédentes publications ne soient trompeuses.³⁴

La régulation doit garantir que les informations disponibles sont suffisantes et précises. D'une manière générale, ceci impliquera des sanctions ou la responsabilité de l'émetteur et des personnes responsables qui n'auraient pas appliqué tous les soins possibles à la collecte et à la publication d'informations. Le régulateur doit s'assurer que toute la responsabilité nécessaire est assumée pour le contenu des informations et, selon les circonstances, ceux qui assument cette responsabilité, peuvent comprendre la société émettrice, les garants, les promoteurs, les administrateurs, les cadres dirigeants de la société ainsi que les experts et conseillers qui acceptent que leur nom soit mentionné dans la documentation ou ceux qui fournissent des conseils.

Les régulateurs doivent également considérer avec une attention toute particulière les circonstances dans lesquelles il peut être nécessaire, afin d'assurer le bon fonctionnement du marché, que la publication des informations ne soit pas complète: par exemple, en ce qui concerne la propriété industrielle confidentielle ou les négociations en cours. Dans les circonstances – qui restent limitées – où le marché exige certaines dérogations par rapport à l'objectif de publication complète et ponctuelle, il peut être nécessaire de prononcer temporairement la suspension de la cotation ou de limiter les activités de marché de ceux qui détiennent des informations privilégiées. Dans de telles circonstances, toute opération sur titres doit être interdite si l'information disponible n'est pas complète.

³⁴ Il faut également mentionner les dispositions d'une régulation qui présument des capacités du régulateur et en vertu desquelles ce dernier assume une certaine responsabilité dans l'évaluation de la qualité d'une offre proposée. Cette approche est d'habitude associée aux marchés en développement et peut être particulièrement intéressante lorsque le marché ne dispose pas d'un groupe d'analystes et de conseillers capables d'analyser les informations mises à la disposition du public. De ce fait, cette approche tend à être considérée comme provisoire et n'est pas absolument nécessaire dans un marché pleinement développé.

10.5 Informations relatives au contrôle des entreprises

Afin de protéger le traitement juste et équitable des actionnaires, la régulation doit imposer la publication des participations détenues par la direction et par les principaux actionnaires de la société. Cette information est généralement considérée comme nécessaire pour assurer que les décisions soient prises sur le marché secondaire en connaissance de cause.

Quoique le seuil de participation exigé pour une telle publication varie d'une juridiction à l'autre, il reste généralement établi à un niveau bien en dessous de celui qui caractérise normalement une prise de contrôle. Des exigences plus strictes en matière de publication peuvent être justifiées pour des personnes souhaitant prendre le contrôle d'une société.

La nature de la publication exigée varie également; pourtant, une large publication dans le public est généralement considérée comme étant le meilleur moyen de se conformer à la politique sous-jacente de publication lorsqu'un changement de contrôle s'est produit ou est prévu dans une société. Les régulateurs doivent être sensibles au besoin d'information des actionnaires de la société concernée.

Quoique les informations nécessaires pour permettre des prises de décision en connaissance de cause puissent varier avec la nature des transactions, l'esprit général reste le même qu'il s'agisse de ventes au comptant, de ventes sous forme d'offres publiques d'achat ou d'échange, de regroupements d'entreprise et de privatisations. D'une manière générale, dans les circonstances ci-dessus, ceci impliquera que les actionnaires de société:

- disposent d'un temps suffisant pour examiner toute offre émanant d'une personne ayant l'intention d'acquérir une participation importante dans la société,
- disposent des informations adéquates qui leur permettent d'évaluer les avantages de la proposition émanant d'une telle personne,
- disposent, dans la mesure du possible, d'une opportunité suffisante et équitable de profiter des avantages revenant aux actionnaires dans le cadre de la proposition d'une personne susceptible d'acquérir une participation importante dans la société,

- reçoivent un traitement équitable (en particulier en ce qui concerne les actionnaires minoritaires) en liaison avec cette proposition,
- ne sont pas désavantagés, de façon injuste, par le traitement et le comportement des administrateurs de toute partie à l'opération ou par tout manquement des administrateurs à agir en toute bonne foi dans la formulation de la réponse ou des recommandations concernant cette proposition.

10.6 Normes comptables et d'audit

Il est essentiel pour permettre une prise de décision en connaissance de cause de disposer d'informations financières comparables et fiables. L'objectif des états financiers généraux est de fournir des informations sur la situation financière, les résultats des opérations, le cash-flow et les changements dans l'actionnariat d'une entreprise qui sont d'une grande utilité pour prendre des décisions. Ces états financiers doivent être compréhensibles, cohérents, appropriés, fiables et comparables. Les états financiers doivent également illustrer les résultats de gestion de la direction ou la responsabilité de la direction en ce qui concerne les ressources qui lui ont été confiées. Des normes de comptabilité et d'audit de haut niveau de qualité constituent un cadre pour les autres obligations de publication.

Les normes comptables et d'audit sont des garde-fous nécessaires assurant la fiabilité des informations financières.

Les normes comptables doivent assurer la disponibilité de toute information importante. Des principes comptables complets, clairement définis et de haut niveau de qualité, reconnus sur le plan international, doivent être appliqués afin de fournir des informations précises et utiles sur la performance financière.

La régulation doit s'efforcer d'assurer:

- La ponctualité et le caractère approprié des informations fournies aux investisseurs et aux investisseurs potentiels.
- Un mécanisme approprié pour l'établissement des normes de qualité et pour garantir qu'en cas de litige ou d'incertitude, ces normes peuvent être soumises à une interprétation ponctuelle de la part d'une autorité définie et appliquées de manière cohérente.

- Une vérification indépendante des états financiers et du respect des principes comptables par l'intermédiaire d'un audit professionnel externe.
- Une conduite des audits conformément à des principes clairement définis et reconnus sur le plan international.
- Des règles conçues pour garantir l'indépendance du commissaire aux comptes.
- Que lorsque le régulateur dispose d'un ensemble de normes internationales dont il reconnaît la validité, leur utilisation doit être autorisée pour faciliter la réalisation de levées de fonds transfrontalières en complément de la communication d'informations comparables sur le plan international et pour un meilleur résultat de l'appel de fonds.³⁵
- Un mécanisme pour faire appliquer les normes comptables et d'audit.

11. Organismes de placements collectifs³⁶

11.1 Principes relatifs aux organismes de placements collectifs

- 17 Le système de régulation doit fixer des normes pour l'éligibilité et la régulation de ceux qui souhaitent commercialiser et gérer des organismes de placements collectifs.
- 18 Le système de régulation doit prévoir les règles qui régissent la forme et la structure juridiques des organismes de placements collectifs ainsi que la ségrégation et la protection des avoirs des clients.
- 19 Les règles doivent imposer la publication, comme fixé dans les principes relatifs aux émetteurs, des informations nécessaires à l'appréciation de l'adéquation d'un organisme de placements collectifs aux besoins d'un investisseur donné et du montant de son investissement dans ledit organisme.

³⁵ Voir la résolution 12 de l'OICV.

³⁶ Voir d'une manière générale le rapport du Comité Technique de l'OICV, octobre 1994 (40), Report on Investment Management et le rapport du Comité Technique de l'OICV, septembre 1997 (68), Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes.

- 20 Les règles doivent imposer qu'il y ait un mécanisme correct et public d'évaluation des actifs, de calcul de la valeur liquidative et de rachat des parts ou actions d'un organisme de placements collectifs.

11.2 Domaines traités dans cette section

Le terme «organisme de placements collectifs» comprend les sociétés d'investissement à capital variable qui procèdent au rachat de leurs parts ou actions, de manière permanente ou à intervalles périodiques. Il comprend également les sociétés d'investissement à capital fixe dont les actions ou les parts sont cotés sur les marchés financiers, les fonds communs de placement ainsi que les organismes contractuels tels que les OPCVM européens (Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières).³⁷

La forme juridique des organismes de placements collectifs peut varier d'une juridiction à l'autre mais ces instruments sont de plus en plus nombreux dans toutes les juridictions et utilisés comme moyens permettant aux investisseurs de se constituer un portefeuille diversifié.

Une régulation adéquate des organismes de placements collectifs est un élément essentiel de l'objectif de protection des investisseurs et doit permettre aux investisseurs de disposer d'un accès à un marché équitable. Les investisseurs dans des organismes de placements collectifs s'en remettent aux opérateurs de ces organismes pour gérer leurs fonds et agir au mieux de leurs intérêts.

11.3 Eligibilité des gérants

Les critères d'éligibilité requis pour gérer un organisme de placements collectifs doivent être établis clairement. La protection des investisseurs reste l'objectif principal et dans la mesure où un régime

³⁷ Dans certaines juridictions, les sociétés d'investissement à capital fixe ne sont pas soumises à l'obtention d'une licence particulière ou à des obligations de supervision et sont, au contraire, réglementées selon les modalités de cotation des bourses concernées.

réglementaire impose des critères spécifiques, les facteurs suivants doivent être pris en considération:

- Honnêteté et intégrité du gérant,
- Compétence requise pour assumer les fonctions et les obligations d'un gérant de tels organismes,
- Puissance financière,
- Pouvoirs et obligations spécifiques du gérant,
- Procédure interne de gestion.

11.4 Contrôle du comportement, conflits d'intérêt et délégations

Le système de régulation doit imposer qu'une surveillance soit exercée tout au long de la vie d'un organisme particulier. La supervision du gérant doit mettre en avant des normes de haut niveau de compétence, d'intégrité et d'équité dans les transactions. Des pouvoirs clairs doivent être établis en ce qui concerne:

- l'enregistrement et l'agrément de chaque organisme,
- l'inspection visant à garantir leur respect par les gérants d'organismes,
- les enquêtes concernant les infractions suspectées,
- les recours en cas de défaillance ou d'infraction.

Ces pouvoirs doivent être suffisants afin de permettre d'entreprendre des actions nécessaires en ce qui concerne toutes les entités supervisées assumant des responsabilités dans la gestion d'un tel organisme.

Afin de faciliter cette supervision et de favoriser le respect des règles, les responsabilités doivent également être clairement attribuées pour le maintien des documents enregistrant les opérations de l'organisme.

La gestion des organismes de placements collectifs soulève la possibilité de conflits entre les intérêts des investisseurs dans cet organisme et ceux des gérants de cet organisme ou de leurs associés. Les régulateurs doivent garantir que ce risque de conflit est minimisé et que tout conflit se produisant fait l'objet d'une publication idoine. Les gérants ne doivent pas profiter d'un préjudice injustement supporté par les investisseurs dans l'organisme. D'une

manière générale, ceci exige une régulation couvrant les domaines tels que l'exécution des ordres «au mieux», la régularité des opérations de marché et l'affectation ponctuelle des opérations, les commissions et les frais, les transactions avec les parties liées ainsi que les contrats de prise ferme.

Il est habituel de déléguer certains aspects de la gestion des organismes de placements collectifs. L'appel à une telle gestion déléguée ne doit en aucune manière risquer de diminuer l'efficacité de la régulation directe d'un organisme de placements collectifs. Un délégué doit satisfaire à toutes les exigences réglementaires applicables à la conduite des activités du principal responsable.

11.5 Forme et structure juridiques³⁸

Le système réglementaire doit traiter de la forme et de la structure juridiques des organismes de placements collectifs afin de permettre aux investisseurs d'évaluer leurs intérêts et leurs droits et de permettre au portefeuille des investisseurs d'être distingué et séparé des actifs appartenant à d'autres entités.

La forme et la structure juridiques choisies pour les organismes de placements collectifs ont une influence sur la nature du risque de défaillance ou d'infraction associé audit organisme. Cette forme doit être communiquée aux investisseurs.

Le système de régulation doit s'assurer que ces risques pour les investisseurs sont pris en considération dans les statuts, dans les règles de conduite ou les obligations exécutoires dans les documents constitutif dudit organisme.

11.6 Publications obligatoires auprès des investisseurs

Il est impératif que les questions importantes relatives à la valeur liquidative de l'organisme soient fournies aux investisseurs comme aux investisseurs potentiels. La communication de telles informations concernant un organisme de placements collectifs doit aider les

³⁸ Voir d'une manière générale le rapport du Comité Technique de l'OICV, septembre 1996 (60), *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes*.

investisseurs à comprendre la nature du véhicule d'investissement ainsi que la relation risque/rentabilité, de telle sorte qu'ils soient en mesure, dans leur évaluation de la performance de l'organisme, de ne pas se concentrer uniquement sur la rentabilité, mais également sur le risque pris dans le but de générer ladite rentabilité.³⁹ Les investisseurs restent libres cependant de choisir le niveau de risque de marché auquel ils se soumettent. Les politiques suivies en matière d'investissement doivent également être clairement exposées.

L'objectif de cet exposé doit être de:

- fournir aux investisseurs des informations suffisantes afin de leur permettre de se faire une opinion sur l'organisme de placement, à savoir si ce dernier correspond à ce qu'ils recherchent,
- fournir les informations de manière ponctuelle, sous un format facilement intelligible du point de vue de l'investisseur.

L'un des aspects particuliers de cette publication nécessitant d'être regardé attentivement concerne le détail de toutes les frais et commissions susceptibles d'être prélevés par l'organisme.

Toute supervision d'un gérant d'organisme de placements collectifs doit s'assurer que la politique d'investissement ou la stratégie de négociation annoncées par l'organisme ou toute politique imposée par la régulation, ainsi que toute restriction sur le type ou sur le niveau des investissements réalisés ont bien été suivies.

11.7 Protection des avoirs des clients⁴⁰

Les régulateurs doivent être conscients des avantages, en matière de protection des investisseurs et de confiance dans les marchés financiers, inhérents à des mécanismes efficaces destinés à protéger les avoirs des clients des risques de perte et d'insolvabilité des entreprises d'investissement. Les avoirs des clients se composent des espèces, des titres et positions ainsi que, dans le cas des

³⁹ Voir, en général, le rapport du Comité Technique de l'OICV, septembre 1996 (59), *Disclosure of Risk – A Discussion Paper*.

⁴⁰ Voir d'une manière générale le rapport du Comité Technique de l'OICV, août 1996 (57), *Client Asset Protection* et la résolution 20 de l'OICV.

instruments dérivés, des montants à payer ou des produits y afférents, qui sont conservés ou contrôlés dans le cadre d'un organisme de placements collectifs pour le compte des investisseurs.

Les régulateurs doivent mettre en place, au sein de leur juridiction, les mécanismes qui permettent le mieux d'atteindre l'objectif d'ensemble de protection des avoirs des clients en prenant en compte les lois, les règles et les pratiques en matière de services d'investissement et d'insolvabilité qui leur sont applicables et les besoins en matière d'efficience de marché et de protection des investisseurs.

Les régulateurs doivent examiner l'adéquation des systèmes en vigueur au sein de leur juridiction qui garantissent que lors d'un règlement les valeurs d'un client ne sont pas confondues avec celles qui appartiennent à l'entreprise d'investissement.

11.8 Valorisation et détermination du prix des actifs

Les règles doivent chercher à garantir que l'ensemble du patrimoine d'un organisme de placements collectifs est évalué avec équité et précision et que sa valeur liquidative est correctement calculée.⁴¹ Les informations relatives à la valeur et la détermination du prix des actifs doivent permettre à l'investisseur d'évaluer la performance historique. Les intérêts de l'investisseur sont généralement mieux protégés grâce à l'utilisation d'informations financières basées sur la valeur lorsque des cours de marché ou des valeurs marchandes fiables peuvent être déterminés.⁴²

11.9 Rachat des parts ou actions d'un organisme

La législation ou les règles régissant les organismes de placements collectifs doivent permettre aux investisseurs de faire procéder au rachat de leurs parts ou actions sur une base clairement définie dans les statuts et doivent garantir que des droits de suspension protègent les intérêts des investisseurs. Les régulateurs doivent être tenus informés de toute suspension des droits de rachat.

⁴¹ Rapport du Comité Technique de l'OICV, septembre 1997 (68), *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*.

⁴² Une obligation dans certaines juridictions.

11.10 Coopération internationale en matière de régulation⁴³

Les organismes de placements collectifs sont commercialisés en nombre croissant au delà des frontières juridictionnelles. Il est également courant que les promoteurs, les gérants et les dépositaires d'organismes soient installés dans plusieurs juridictions différentes et, le cas échéant, dans une juridiction différente de celle dans laquelle se trouvent les investisseurs auxquels l'organisme est proposé.⁴⁴ L'agrément des organismes doit prendre en compte le besoin éventuel d'une coopération internationale. Ces questions sont abordées de manière plus générale à la section 9.3.

12. Intermédiaires de marché

12.1 Principes relatifs aux intermédiaires de marché

- 21 Les règles doivent prévoir des normes minimales pour l'agrément des intermédiaires de marché.
- 22 Il est impératif de déterminer un niveau minimum pour les fonds propres initiaux et permanents ainsi que d'autres exigences prudentielles pour chaque intermédiaire de marché qui reflètent les risques qu'ils encourent.
- 23 Les intermédiaires de marché doivent être tenus de respecter certaines normes en matière d'organisation interne et de conduite des opérations qui visent à protéger les intérêts des clients ainsi qu'à assurer une bonne gestion du risque et en vertu desquelles les dirigeants de l'intermédiaire assument une responsabilité pleine et entière.
- 24 Des procédures doivent être mises en place pour faire face à la défaillance d'un intermédiaire de marché de manière à limiter les dommages et les pertes des investisseurs et à cantonner les risques systémiques.

⁴³ Voir d'une manière générale le rapport du Comité Technique de l'OICV, juin 1996 (54), *Regulatory Cooperation in Emergencies – A Discussion Paper*.

⁴⁴ Voir d'une manière générale le rapport du Comité Technique de l'OICV, juin 1996 (52), *Discussion Paper on International Cooperation in Relation to Cross-Border Activity of Collective Investment Schemes*.

12.2 Domaine traité dans cette section

Aux fins de cette section, l'expression «intermédiaires de marché» englobe généralement les personnes exerçant des activités de gestion de portefeuille de particuliers, assurant la négociation ou la diffusion de valeurs et fournissant des informations relatives à la négociation des valeurs mobilières.

La régulation applicable aux différents types d'intermédiaires doit porter sur les critères d'agrément, les exigences en matière de fonds propres et prudentielles, la surveillance permanente et la rigueur des nouveaux intervenants ainsi que sur les conséquences de la défaillance ou de la faillite financière.

La supervision des intermédiaires de marché doit principalement porter sur les domaines dans lesquels leurs fonds propres, les fonds des clients et la confiance du public sont les plus soumis à des risques.⁴⁵ Ceux-ci couvrent les cas suivants:

- l'incompétence ou la mauvaise gestion des risques susceptible de se traduire par un manquement à l'exécution d'un engagement, un manquement à l'obtention un règlement exigible ou un manquement à la fourniture d'un service adéquat,
- un manquement au devoir susceptible de conduire à un détournement des fonds ou des biens des clients, un mauvais usage des instructions des clients au profit des propres opérations de négociation de l'intermédiaire («non respect de la règle de propriété»), des manipulation et d'autres irrégularités de négociation ou comportements frauduleux de la part de l'intermédiaire ou de ses employés,

⁴⁵ Voir les résolutions 13 et 27 de l'OICV? Voir aussi les rapports du Comité technique de l'OICV de mai 1998, *Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions* (77); et *Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors*, mai 1998 (78), et la résolution 18, ainsi qu'en particulier la discussion des différents types de risque dont les intermédiaires de marché doivent se prémunir: le risque de marché, le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque opérationnel, le risque contentieux et le risque systémique. Voir aussi *Framework for Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms* (81), le rapport commun du Comité de Bâle de la Supervision bancaire et du Comité technique de l'OICV (sept. 98).

- l’insolvabilité d’un intermédiaire susceptible de se traduire par une perte des fonds, des valeurs mobilières ou des opportunités de négociation des clients et susceptible de réduire la confiance dans le marché sur lequel l’intermédiaire exerce ses activités.

12.3 Agrément et supervision

Les intermédiaires doivent se conformer à des normes minimales régissant leur agrément⁴⁶ et leur supervision et prévoyant une cohérence de traitement pour tous les intermédiaires se trouvant dans la même situation. Ces normes doivent également contribuer à réduire les risques de perte encourus par les investisseurs du fait de comportements négligents ou frauduleux ou liés à l’inadéquation du niveau des fonds propres.

Le processus d’agrément doit nécessiter une évaluation d’ensemble du demandeur et de tous ceux qui sont susceptibles de contrôler ou d’influencer de manière importante le demandeur.

L’autorité octroyant la licence doit disposer de la capacité de rejeter les demandes qui ne satisfont pas aux normes fixées.

L’autorité octroyant la licence doit également disposer de la capacité de retirer ou de suspendre une licence ou de sanctionner le titulaire d’une licence lorsque les critères d’entrée ne sont pas respectés.

Les changements de contrôle ou les participations significatives doivent être déclarés auprès de l’autorité compétente afin de garantir que son appréciation de l’intermédiaire reste d’actualité. Le régulateur doit disposer du pouvoir de retirer une licence ou une autorisation lorsqu’un changement de contrôle se traduit par une incapacité à satisfaire aux obligations prévues.

Les questions suivantes doivent être prises en considération:

- La régulation doit fixer les conditions d’entrée qui définissent clairement les critères de base de la participation. Les conditions

⁴⁶ Dans certaines juridictions, un système d’autorisation ou d’inscription est utilisé au lieu d’un système d’agrément.

d'agrément doivent être appliquées de manière cohérente et ne doivent pas être déterminées par le régulateur; toutefois, lorsqu'elles incombent par exemple à une autorité professionnelle, le processus doit être soumis à un contrôle adapté du régulateur.

- La régulation doit déterminer si l'admission d'un intermédiaire sur le marché doit être basée sur les justificatifs d'une connaissance, de moyens, de compétences et d'une attitude éthique appropriés (y compris d'une prise en considération du comportement passé).⁴⁷
- Le régulateur doit disposer de l'autorité nécessaire pour refuser l'octroi d'une licence à un intermédiaire si ces obligations n'ont pas été satisfaites.
- Il faut mettre en place, parmi les conditions d'entrée sur le marché, une exigence en matière de fonds propres initiaux pour les maisons de titres. Celle-ci permet de garantir que les propriétaires de l'entreprise détiennent une participation financière directe dans son capital. L'exigence en matière de niveau des fonds propres doit être maintenue et doit faire l'objet d'informations périodiques auprès du régulateur ou de l'AP compétente. L'exigence en matière de niveau des fonds propres permanent doit être directement liée à la nature et à l'envergure des activités engagées par l'intermédiaire. La situation financière de l'intermédiaire doit faire l'objet de vérifications régulières de la part de commissaires aux comptes indépendants.

Pour s'assurer que le maintien de l'agrément demeure approprié, il est impératif de mettre en place une obligation de mise à jour périodique des informations significatives et une obligation de publication des informations relatives aux changements importants de tout ce qui affecte les conditions de l'agrément.

Pour permettre aux investisseurs de mieux protéger leurs propres intérêts, le régulateur doit s'assurer que le public dispose d'un accès aux informations significatives concernant le détenteur de la

⁴⁷ De nombreuses juridictions imposent à un demandeur de satisfaire à des critères détaillés portant sur les études, la formation, l'expérience et le caractère «sain et approprié» de sa demande avant de lui octroyer une licence. Ces critères ont pour objet de protéger l'investisseur.

licence, telles que la catégorie de la licence détenue, l'étendue de ses activités autorisées, l'identité des membres de l'encadrement supérieur et des personnes autorisées à intervenir au nom de l'intermédiaire.⁴⁸

12.4 Adéquation du niveau des fonds propres⁴⁹

La protection des investisseurs et la stabilité des systèmes financiers sont accrues du fait d'une surveillance appropriée des normes d'adéquation du niveau des fonds propres permanents.

Les normes d'adéquation du niveau des fonds propres⁵⁰ favorisent la confiance dans les marchés financiers et doivent être conçues de manière à permettre à une entreprise d'absorber certaines pertes, notamment en cas de baisses marquées du marché, et d'établir un cadre dans lequel une maison de titres pourrait liquider ses activités dans l'espace d'un délai relativement court sans que cela n'entraîne de pertes pour ses clients ou les clients d'autres maisons de titres ni ne perturbe le bon fonctionnement des marchés financiers. Les normes d'adéquation du niveau des fonds propres doivent être conçues de manière à fournir aux autorités de surveillance suffisamment de temps pour intervenir afin de réaliser une liquidation des activités en bonne et due forme.

Un intermédiaire doit s'assurer qu'il conserve à tout moment des moyens financiers suffisants pour satisfaire à ses engagements professionnels et pour faire face aux risques auxquels il est confronté dans le cadre de ses activités. Les risques sont susceptibles de survenir du fait des activités de filiales non détentrices d'une licence ou comptabilisées hors bilan et la régulation doit prendre en considération le besoin d'informations relatives aux activités de ces filiales.

⁴⁸ Les informations doivent être disponibles librement et immédiatement. Elles peuvent être conservées dans une banque centrale par le régulateur ou par une AP.

⁴⁹ Voir les rapports du Comité Technique de l'OICV, mai 1998, *Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions*, et *Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors*, mai 1998 (78), voir aussi la résolution 18 de l'OICV.

⁵⁰ Voir le rapport du Comité Technique de l'OICV, 13 novembre 1990 (14), *Capital Requirements for Multinational Securities Firms*.

Un examen de l'adéquation du niveau des fonds propres doit évaluer les risques auxquels les maisons de titres sont confrontées en fonction de la nature et de l'envergure des activités qu'elles ont engagées.

12.5 Respect des règlements professionnels et autres exigences prudentielles⁵¹

Les intermédiaires de marché doivent se comporter de manière à protéger les intérêts de leurs clients et à contribuer à la préservation de l'intégrité du marché.⁵²

Les dirigeants d'un intermédiaire de marché doivent assumer l'entière responsabilité de la garantie du maintien de normes de comportement appropriées et du respect de procédures adaptées par l'ensemble de son personnel. Ceci implique une gestion appropriée des risques liés aux activités de l'intermédiaire.⁵³ On ne peut attendre de la régulation qu'elle supprime le risque opérationnel⁵⁴, mais elle doit garantir que celui-ci est correctement géré. Il serait souhaitable de procéder à une évaluation périodique des processus de gestion des risques au sein d'une entité réglementée. Il pourrait être fait appel à des AP et à des tiers, tels que des commissaires aux comptes externes, pour fournir une assistance dans ce domaine.

Des cas de défaillance opérationnelle peuvent intervenir malgré l'existence de procédures internes conçues pour éviter les conduites répréhensibles ou les négligences matérielles. Le régulateur ne peut pas facilement surveiller le respect de ces procédures internes au quotidien. Cette responsabilité incombe à l'encadrement supérieur de l'intermédiaire. Cet encadrement doit s'assurer qu'il est en

⁵¹ Voir le rapport du Comité Technique de l'OICV (78), *Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors*, mai 1998.

⁵² Voir la résolution 16 de l'OICV. Voir également le rapport du Comité Technique de l'OICV, 9 juillet 1990 (8), *International Conduct of Business Principles*.

⁵³ Voir le rapport du Comité Technique de l'OICV, juillet 1994 (35), *Operational and Financial Risk Management Control Mechanisms for Over-the-Counter Derivatives Activities of Regulated Securities Firms*.

⁵⁴ Ici, l'expression «risque opérationnel» désigne généralement le risque de perte découlant d'une défaillance des systèmes ou d'un comportement délibéré ou négligent du personnel.

mesure d'assumer cette responsabilité. Ses membres doivent eux-mêmes connaître la nature des activités de l'intermédiaire, ses procédures de contrôle interne et ses mesures d'évaluation des risques. Ils doivent clairement connaître l'étendue de leur propre autorité et de leurs propres responsabilités. Ils doivent disposer d'un accès ponctuel à toutes les informations importantes relatives aux activités et de tous les conseils nécessaires concernant ces activités et leurs responsabilités. Ces informations doivent également être mises à la disposition du régulateur sur sa demande.

Les détails de l'organisation interne appropriée d'un intermédiaire varient en fonction de son envergure, de la nature de ses activités et des risques qu'il induit mais, de manière générale, les règles applicables aux intermédiaires de marché doivent respecter les normes suivantes:

- Intégrité et diligence – Un intermédiaire doit respecter des normes d'intégrité et d'équité opérationnelles de haut niveau et doit intervenir avec tous les soins et diligences nécessaires au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché.
- Modalités d'engagement – Un contrat écrit d'engagement conclu avec un client est généralement nécessaire et souhaitable. Un intermédiaire doit de même être en mesure de fournir au client un compte rendu fidèle et complet de l'exécution de ses responsabilités à son égard.
- Renseignements sur les clients – Un intermédiaire doit demander à ses clients tous les renseignements relatifs à leur situation et leurs objectifs d'investissement, ceux-ci étant essentiels pour les services à fournir. Les mesures et les procédures doivent être établies pour garantir l'intégrité, la sécurité, la disponibilité, la fiabilité et l'exactitude de toutes les informations – y compris les documents et les données stockées électroniquement – importantes en ce qui concerne les activités professionnelles de l'intermédiaire. Lorsque les activités d'un intermédiaire englobent la fourniture de conseils précis, il est particulièrement important que ceux-ci soient donnés après avoir dûment pris connaissance des besoins et de la situation du client: un principe généralement inhérent aux règles de conduite selon lequel l'intermédiaire doit «connaître son client».

- Renseignements aux clients – Un intermédiaire doit diffuser auprès de ses clients, de manière adéquate, compréhensible et ponctuelle, les informations nécessaires pour leur permettre de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause. La régulation peut être amenée à devoir garantir la publication d'informations de manière spécifique lorsque les produits induisent un risque qui est susceptible de ne pas être visible instantanément pour un investisseur ordinaire. Le recrutement et la formation doivent garantir que le personnel qui fournit des conseils en matière d'investissement connaît les caractéristiques des produits dont il assure la promotion.⁵⁵
- Avoirs des clients – Lorsqu'un intermédiaire assume la surveillance ou est autrement responsable des avoirs appartenant à un client pour lequel il assure un service de conservation, il doit les protéger de manière adaptée (par exemple, par la ségrégation et l'identification de ses avoirs) conformément à la responsabilité qu'il a acceptée. Ces mesures sont destinées à fournir une protection contre les détournements, faciliter le transfert des positions en cas de dysfonctionnement sérieux du marché, éviter l'utilisation des fonds des clients dans des négociations pour compte propre ou le financement des opérations de l'intermédiaire et faciliter une liquidation en bonne et due forme des activités en cas d'insolvabilité d'un intermédiaire donné, le cas échéant.
- Pratiques de marché – Un intermédiaire doit respecter une conduite de marché irréprochable et doit également se conformer aux lois, codes ou normes en vigueur susceptibles de s'appliquer à lui. Le respect par l'intermédiaire de toutes les obligations légales et réglementaires applicables ainsi que de ses directives et procédures internes doit être contrôlé par un organe distinct chargé du contrôle de conformité en relation directe avec l'encadrement supérieur au sein d'une structure indépendante des divisions opérationnelles.
- Contrôles opérationnels – Il est souhaitable de mettre en place des mesures efficaces et des procédures et des contrôles opérationnels portant sur les activités professionnelles quotidiennes

⁵⁵ Le régulateur doit également jouer un rôle actif en privilégiant les programmes de formation et de développement.

de l'intermédiaire. «L'efficacité» de ces procédures et contrôles opérationnels doit être évaluée en fonction de leur utilité réelle à garantir:

- (a) un échange efficace d'informations entre l'intermédiaire et ses clients, y compris les publications d'informations obligatoires auprès des clients,
 - (b) l'intégrité des pratiques opérationnelles de l'intermédiaire, y compris le traitement équitable, honnête et professionnel de tous les clients,
 - (c) la protection des avoirs de l'intermédiaire et de ses clients contre toute utilisation ou cession non autorisée,
 - (d) la tenue appropriée de la comptabilité et des autres enregistrements applicables et la fiabilité de l'information, et
 - (e) la conformité avec toutes les obligations légales et réglementaires,
 - (f) la ségrégation appropriée des tâches et des fonctions clés, notamment de celles qui, lorsque effectuées par la même personne, sont susceptibles d'entraîner des erreurs non décelées ou d'induire des abus qui exposent l'intermédiaire ou ses clients à des risques inutiles.
- Conflits d'intérêts – Un intermédiaire doit essayer d'éviter tout conflit d'intérêt survenant; toutefois lorsque des conflits potentiels surviennent, il doit garantir un traitement équitable de tous ses clients par le biais de la publication d'informations appropriées, l'application de règles internes de confidentialité ou en refusant de prendre position lorsqu'un conflit ne peut être évité. Un intermédiaire ne doit pas placer ses intérêts au-dessus de ceux de ses clients.
- Négociations pour compte propre – L'intermédiaire doit mettre en place des directives claires concernant les cas dans lesquels il est autorisé à effectuer des négociations pour compte propre. Le régulateur doit obtenir des renseignements sur les négociations réglementées pour compte propre d'un intermédiaire et décider que le niveau de fonds propres nets dudit intermédiaire est adéquat par rapport au risque lié aux opérations pour compte propre qu'il a engagées. Les informations fournies doivent être suffisantes pour permettre de connaître l'ensemble des activités et le profil de risque d'un intermédiaire et de ses filiales. Elles doivent également

permettre la régulation des opérations sur marge et la détection de conflits d'intérêt ou de manipulations.

12.6 Recours en cas de faillite financière d'un intermédiaire⁵⁶

La faillite d'un intermédiaire peut avoir des conséquences systémiques.

Le régulateur doit disposer d'un programme clair pour gérer l'éventualité de la faillite d'un intermédiaire de marché. Les cas de faillite financière étant imprévisibles, le programme doit être extrêmement souple.

Le régulateur doit tenter de minimiser les dommages et les pertes supportés par l'investisseur liés à la faillite d'un intermédiaire. Il peut être nécessaire de mettre en place une combinaison de mesures destinées à limiter l'activité, garantir que les avoirs sont gérés de manière appropriée et fournir des informations au marché.

Suivant le système réglementaire national en vigueur, il peut également s'avérer nécessaire de coopérer avec les régulateurs du secteur bancaire et, si les systèmes nationaux le nécessitent, les régulateurs chargés des questions de liquidation judiciaire. Le régulateur doit, au minimum, avoir identifié les personnes à contacter chez les autres principaux régulateurs nationaux et étrangers.

12.7 Supervision des intermédiaires

La régulation doit garantir qu'il existe une surveillance permanente appropriée des intermédiaires de marché.⁵⁷

La régulation doit prévoir:

- Pouvoirs d'inspection – Le régulateur doit disposer du droit d'inspecter les livres et les dossiers comptables et d'exploitation de l'intermédiaire de marché afin de garantir le respect de toutes les obligations importantes, même en l'absence d'un soupçon d'inexécution. Il est impératif de mettre en place des obligations complémentaires relatives à la tenue rigoureuse des dossiers.

⁵⁶ Voir le rapport du Comité Technique de l'OICV, 7 mars 1996 (49), *Report on Co-operation Between Market Authorities and Default Procedures*.

⁵⁷ Voir les résolutions 35, 37, 39 et 40 de l'OICV.

- Pouvoirs d’investigation et d’application – En cas de manquement suspecté ou réel, le régulateur ou toute autre autorité compétente doit pouvoir disposer d’une gamme complète de pouvoirs d’investigation et de recours d’application telle que mentionnée à la section 8 de ce document.
- Sanction et révocation – Il faut mettre en place une procédure équitable et rapide susceptible de conduire à une sanction et, le cas échéant, à une suspension ou une révocation de licence. Le pouvoir de sanction et de révocation de licence peut être délégué à une autorité professionnelle reconnue mais uniquement dans le cadre d’une supervision réglementée et non de manière exclusive.
- Plaintes – Il est impératif de mettre en place un mécanisme efficace et effectif pour résoudre les plaintes des investisseurs.

12.8 Conseillers financiers

Les conseillers financiers sont des personnes principalement engagées dans le métier du conseil aux autres personnes en ce qui concerne la valeur des titres ou du conseil en matière d’investissement, d’achat ou de vente de titres.

Si un conseiller financier effectue également des opérations pour le compte de ses clients, les contrôles relatifs au niveau des fonds propres et autres contrôles opérationnels évoqués ci-dessus comme applicables aux autres intermédiaires de marché doivent également s’appliquer au conseiller. Si le conseiller n’effectue pas de négociations pour le compte de ses clients mais est autorisé à assurer la conservation de leurs avoirs, la régulation doit prévoir des mesures pour leur protection telles que leur ségrégation et des contrôles périodiques (soit par le régulateur soit par un tiers indépendant).

En réglementant les activités des conseillers financiers, le régulateur peut choisir de mettre l’accent sur les critères d’agrément les plus importants et sur les exigences en matière de fonds propres et autres recommandées dans le cadre de la régulation applicable aux autres intermédiaires de marché, tels que mentionnés dans les sections 12.3 à 12.6. Autrement, le régulateur peut opter pour un système basé sur la publication d’informations conçu pour permettre aux clients demandeurs potentiels de conseils de choisir en toute connaissance de cause leurs conseillers financiers.

Au minimum toutefois, le système réglementaire retenu doit prévoir les caractéristiques suivantes:

- un régime d'agrément suffisant pour établir une autorisation d'exercice du métier de conseiller financier et garantir l'accès à une liste à jour des conseillers agréés,
- des obstacles à l'attribution d'une licence à toute personne qui n'a pas respecté la législation régissant les valeurs mobilières ou toute législation financière similaire, ou le droit pénal, pendant un certain délai précédemment à sa demande d'agrément,
- des obligations d'enregistrement comptable et financier,
- des obligations claires et détaillées déterminant les informations devant être publiées par le conseiller auprès de ses clients potentiels dont la description des qualifications professionnelles du conseiller, des expériences significatives dans le métier, des sanctions infligées dans le passé (le cas échéant)⁵⁸, des stratégies d'investissement, du barème d'honoraires et autres frais et charges supportés par le client, des conflits d'intérêt potentiels et des performances de gestion passées (si pertinentes). Les informations doivent être mises à jour de manière périodique et lors de tout changement important,
- des règles et procédures conçues pour éviter les garanties de performances de gestion futures, le détournement des avoirs des clients et les conflits d'intérêt potentiels,
- des pouvoirs d'inspection et d'application.

Il existe, cependant, des conseillers financiers qui n'effectuent pas de négociations pour le compte de leurs clients, n'assurent pas la conservation de leurs avoirs et ne gèrent pas non plus leur portefeuille: ils ne proposent que des services de conseils sans offrir parallèlement d'autres services d'investissement. Dans ce cas, il peut être suffisant que seuls les intermédiaires de marché dont les services font l'objet de recommandations de la part de ces conseillers financiers disposent d'une licence conformément aux principes définis précédemment; de ce fait, les conseillers financiers ne sont pas strictement tenus de se faire attribuer une licence distincte.

⁵⁸ Ces questions sont particulièrement importantes lorsqu'il n'existe pas de critères d'agrément basés sur les enseignements reçus, la formation ou l'expérience.

13. Marché secondaire

13.1 Principes relatifs au marché secondaire

- 25 La mise en place de systèmes de négociation, y compris de marchés réglementés, doit faire l'objet d'une autorisation et d'une surveillance réglementaires.
- 26 Les marchés réglementés et les systèmes de négociation doivent faire l'objet d'une surveillance réglementaire pour garantir l'intégrité des transactions au moyen de règles justes et équitables qui établissent un équilibre adéquat entre les intérêts des divers participants au marché.
- 27 Les règles doivent favoriser la transparence des transactions.
- 28 Les règles doivent être conçues de manière à détecter et à décourager les manipulations et autres pratiques déloyales.
- 29 Les règles doivent avoir pour objet d'assurer la bonne gestion des positions importantes, des risques de défaillance et des risques de dysfonctionnement du marché.
- 30 Les systèmes de compensation et de règlement des transactions doivent faire l'objet d'une surveillance; ils doivent être conçus de manière à être équitables et efficaces, d'une part, et à réduire les risques systémiques, d'autre part.

13.2 Domaine traité dans cette section

Aux fins de ce document, le terme «marchés» doit être appréhendé dans son sens le plus large et englober les installations et les services afférents aux actions et aux valeurs obligataires, aux options et aux produits dérivés.

Outre les marchés réglementés traditionnels, les marchés secondaires doivent être appréhendés comme englobant les différentes formes de systèmes de négociation hors marchés. Ces systèmes incluent les «tableaux d'affichage» électroniques et les systèmes «propres» développés par les intermédiaires qui proposent en général leurs services à d'autres courtiers, banques et investisseurs institutionnels qui satisfont aux normes de solvabilité des opérateurs.

La régulation se focalise principalement sur les marchés réglementés. L'adaptation de la régulation à un marché secondaire précis dépend de la nature dudit marché et de ses participants.

La régulation devra prendre en compte avec toujours plus d'attention l'internationalisation croissante des transactions et l'impact des nouvelles technologies sur les marchés et leur infrastructure.

13.3 Marchés réglementés et systèmes de négociation

Le niveau de régulation doit dépendre des caractéristiques d'un marché donné, telles que sa structure, la sophistication de ses utilisateurs et des droits d'accès et des types de produits négociés. Dans certains cas, il est nécessaire que le système de négociation soit exempté, dans une large mesure, de régulation directe mais doit obtenir l'agrément du régulateur concerné après que celui-ci aura examiné de manière appropriée le type d'agrément (ou d'exemption) nécessaire.

L'établissement de nouveaux marchés ou systèmes de négociation nécessite un agrément adapté. Lorsqu'une régulation directe s'avère nécessaire, les questions importantes doivent porter sur⁵⁹:

- Compétence de l'opérateur – La régulation doit évaluer la compétence de l'opérateur d'un système de négociation considéré comme un marché secondaire. Celle-ci constitue un impératif permanent.
- Surveillance de l'opérateur – L'opérateur est responsable devant le régulateur et lorsqu'il assume un risque sur le capital, de règlement, de garantie ou de performance, il doit satisfaire à des exigences prudentielles et autres conçues pour réduire le risque de non exécution des transactions
- Admission de produits à la négociation – Le régulateur doit, au minimum, être informé des types de valeurs et de produits devant

⁵⁹ Voir les rapports du Comité Technique de l'OICV, octobre 1994 (42), Report on Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems, et juin 1990 (6), Screen-Based Trading for Derivative Products. Voir aussi le rapport du Comité technique de l'OICV, sept. 98 (80): *Securities Activity on the Internet*.

être négociés par l'intermédiaire du système de négociation. Le régulateur doit approuver les règles régissant la négociation du produit. Une conception adaptée des modalités attachées à un produit réduit la sensibilité du produit aux abus tels que les manipulations. La prise en considération des principes de conception du produit et des conditions de négociation constituent un aspect essentiel assurant l'équité, l'ordre, l'efficacité, la transparence et la liquidité du marché.

- Admission de participants au système de négociation – Le régulateur doit assurer que les conditions d'accès au système ou marché sont équitables et objectives. Il doit surveiller les critères et procédures d'admission correspondants.
- Communication d'informations portant sur les négociations – Le régulateur doit vérifier que tous les intervenants sur le marché étant dans la même situation disposent d'un accès équitable aux informations portant sur les négociations. Tout classement en catégories des intervenants, aux fins de l'accès à des informations antérieures aux négociations, doit rester limité. Aucune des différences d'accès aux dites informations ne doit désavantager injustement certaines catégories d'intervenants.
- Routage des ordres – Les procédures de routage des ordres du système doivent être clairement expliquées au régulateur et au marché. Elles doivent être appliquées avec équité et ne doivent pas être incohérentes avec la régulation financière applicable (ex: priorité du client ou interdiction du non respect de la règle de priorité des ordres).
- Exécution des négociations – Les règles d'exécution des ordres doivent être communiquées au régulateur et aux intervenants sur le marché. Elles doivent être appliquées de manière équitable à l'ensemble des intervenants sur le marché.
- Publications et informations financières postérieures aux négociations – Des informations portant sur les négociations réalisées doivent être publiées auprès des intervenants sur le marché de la même manière. Des documents complets et une piste de vérification doivent demeurer accessibles.
- Surveillance du système et des intervenants sur le marché par l'opérateur – Le régulateur doit évaluer la fiabilité de tous les dispositifs mis en place par l'opérateur destinés à assurer le contrôle,

la surveillance et la supervision du système de négociation et de ses intervenants afin de garantir l'équité, l'efficacité, la transparence et la protection de l'investisseur ainsi que le respect de la législation financière. L'opérateur du système de négociation doit communiquer au régulateur ses procédures de recours et de résolution en cas de litige, les normes de ses systèmes techniques et les procédures applicables en cas de défaillance opérationnelle, les informations relatives à son système d'enregistrement des opérations, les rapports sur les infractions suspectées, les procédures relatives à la conservation des fonds et des titres des clients et les informations sur la manière dont les négociations sont compensées et réglées. Des mécanismes doivent exister qui identifient et gèrent les anomalies des conditions de négociation et garantissent le traitement des infractions après leur détection.

- Dysfonctionnement des négociations – Le régulateur doit être informé des détails des procédures applicables en cas d'interruption des négociations, d'autres limitations des négociations et du soutien dont il peut bénéficier en cas de dysfonctionnement potentiel du système de négociation.

Les règles et les procédures veillant à ces questions doivent être accessibles pour les intervenants de marché.

13.4 Surveillance permanente des systèmes et informations relatives aux procédures de marché

Le régulateur doit continuer de s'assurer que les critères d'admission importants identifiés comme des préalables nécessaires à l'obtention d'un agrément continuent d'être respectés pendant l'exercice de l'activité.

Les amendements aux règles du système de négociation doivent être présentés au régulateur ou approuvés par lui.

L'agrément du système de négociation doit être réexaminé ou retiré par le régulateur lorsqu'il devient évident qu'il n'est pas en mesure de satisfaire aux conditions de son agrément ou à la législation ou à la régulation financière.

13.5 Transparence des négociations⁶⁰

La transparence peut être définie en termes de disponibilité relative des informations de marché (tant antérieures que postérieures à la négociation d'une opération) dans le public en temps réel. Les informations antérieures à la négociation d'une opération concernent l'accès aux offres fermes d'achat et de vente permettant aux investisseurs de savoir de manière relativement fiable si une transaction est possible et à quel prix. Les informations postérieures à la négociation d'une opération concernent les prix et les volumes de toutes les transactions déjà conclues.

Il est essentiel pour la régulation des négociations sur les marchés secondaires de garantir un accès ponctuel aux informations. L'accès ponctuel aux informations importantes relatives aux négociations sur les marchés secondaires permet aux investisseurs de mieux protéger leurs propres intérêts et réduit le risque de manipulations ou d'autres pratiques déloyales.⁶¹

Lorsqu'un marché autorise certaines exceptions à l'objectif de transparence en temps réel, les conditions doivent être très clairement définies. L'autorité de marché (étant soit ou à la fois l'opérateur du marché et le régulateur) doit, en la circonstance, avoir accès à l'intégralité des informations pour pouvoir évaluer le besoin d'exception et, le cas échéant, proposer des solutions alternatives.

13.6 Interdiction des manipulations et d'autres pratiques déloyales

La régulation des négociations sur les marchés secondaires doit interdire les manipulations, les comportements trompeurs, les délits d'initiés et autres conduites frauduleuses ou déloyales susceptibles de fausser le système de diffusion des cours, de fausser les cours et de désavantager injustement les investisseurs.

De tels comportements peuvent être évités par la mise en place d'obligations de surveillance directe, d'inspection, de publication

⁶⁰ Voir le rapport du Comité Technique de l'OICV, décembre 1992 (27), *Transparency on Secondary Markets – A Synthesis of the IOSCO Debate*.

⁶¹ Voir d'une manière générale les commentaires de la section 7.2.3 en ce qui concerne le contenu des informations.

d'informations, de conception des produits, par des limitations de positions, des règles d'établissement des cours ou des interruptions de marché, l'ensemble de ces obligations étant complété par une application rigoureuse de la législation et des règles de négociation.

Le régulateur doit s'assurer que les systèmes prévoient des dispositifs permettant le contrôle permanent des négociations. Ces dispositifs doivent permettre de déclencher des enquêtes lorsque l'on constate des négociations inhabituelles ou malhonnêtes.

Un soin tout particulier doit être apporté à garantir que la régulation est suffisante pour couvrir les opérations entre marchés telles, par exemple, qu'une opération dans laquelle le cours d'un produit action est manipulé afin de profiter à la négociation d'options, de warrants ou d'autres produits dérivés.

Lorsque le titre sous-jacent est négocié dans une juridiction autre que celle dans laquelle l'instrument dérivé est traité, ou lorsque des produits financiers identiques sont négociés dans deux juridictions, le potentiel de fraude ou de manipulation est susceptible d'augmenter en raison de la difficulté qu'a le régulateur d'une juridiction à contrôler directement les activités de marché ou à mener une enquête complète sur les activités de marché dans une autre juridiction. Il faut mettre en place un système d'échange adapté des informations entre les autorités réglementaires concernées qui soit suffisant pour garantir une application efficace des lois et règlements.

13.7 Positions importantes⁶², procédures applicables en cas de défaillance et dysfonctionnement du marché

L'expression «positions importantes» désigne toute position ouverte d'importance suffisante pour entraîner un risque pour le marché ou pour l'organisme de compensation. Les autorités de marché doivent contrôler étroitement les positions importantes et échanger les informations entre elles afin de permettre une évaluation appropriée du risque.

⁶² Voir de manière générale le rapport du Comité Technique de l'OICV, mars 1996 (49), *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*.

Les autorités de marché doivent mettre en place des mécanismes qui facilitent l'échange des informations susmentionnées par le biais de canaux adaptés.

Les seuils de déclenchement sont des critères qualitatifs ou quantitatifs qui sont utilisés pour identifier une position importante. Les autorités de marché doivent déterminer des seuils de déclenchement adaptés à leur marché et contrôler en permanence l'importance des positions sur leur marché. Pour effectuer cette fonction de surveillance, les autorités de marché doivent avoir accès aux informations relatives à l'importance et à la propriété des positions détenues par les clients directs des membres du marché. Les autorités de marché peuvent ensuite prendre les mesures nécessaires telles que demander à un membre de réduire une position ou d'augmenter les dépôts de garantie obligatoire.

Lorsqu'un membre du marché ne communique pas les informations requises à l'autorité de marché, celle-ci doit pouvoir prendre les mesures nécessaires telles qu'imposer des limites aux négociations futures du membre, demander la liquidation des positions, augmenter la couverture de marge et retirer le droit de négocier.

Les autorités de marché doivent communiquer aux intervenants les informations importantes concernant les procédures de marché applicables en cas de défaillance.

Les régulateurs doivent s'assurer que les procédures relatives aux défaillances sont efficaces et transparentes.

Les autorités de marché régissant les instruments liés (de trésorerie et dérivés) doivent se consulter les uns les autres dès que possible afin de minimiser les effets préjudiciables des dysfonctionnements du marché. Les informations qui sont susceptibles d'être nécessaires comprennent les plans d'urgence, les personnes à contacter et les mesures structurelles destinées à gérer les dysfonctionnements du marché et les informations sur les caractéristiques du marché (telles que les actions entreprises par les autorités de marché, les prix, les transactions réalisées ainsi que les données globales). Ces questions font l'objet de commentaires plus approfondis à la section 12.

13.8 Compensation et règlement⁶³

Les systèmes de compensation et de règlement sont des systèmes fournissant un processus de communication et d'échange de données ou de documents afin de calculer les engagements des participants au système, de permettre le règlement de ces engagements et un processus de transfert des fonds et/ou des titres. Les règles et procédures opérationnelles veillant à la compensation et au règlement doivent être accessibles aux intervenants sur les marchés.

Les systèmes de compensation et de règlement et leurs opérateurs doivent faire l'objet d'une surveillance directe.

13.9 Régulation et normes des systèmes de compensation et de règlement

Les régulateurs d'organismes de compensation et de règlement doivent mettre en place un cadre qui leur permet d'assurer la responsabilité desdits systèmes, de contrôler et, si possible, de prévoir et d'éviter les problèmes liés aux questions de compensation et de règlement. Ceci comprend le pouvoir du régulateur de renforcer l'efficacité et la sécurité par le biais d'études des mécanismes de marché et la mise en place de normes de fonctionnement. Les régulateurs doivent disposer de la capacité d'émettre des directives auxquelles les organismes de compensation et de règlement sont tenus de se conformer.

Le fonctionnement des services de compensation et de règlement doit être soumis à l'inspection et au suivi périodique du régulateur. Les organismes de compensation et de règlement doivent être tenus de communiquer des rapports au régulateur et peuvent être tenus de se soumettre à des audits et des contrôles périodiques et, le cas échéant, spéciaux.

⁶³ Voir les résolutions 13 et 27 de l'OICV. Voir également le rapport du Comité des Marchés Emergents de l'OICV, novembre 1997 (73), *Towards a Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Countries*.

13.10 Vérification des transactions dans les systèmes de compensation et de règlement

Le système de compensation et de règlement doit prévoir une vérification rapide des négociations. La norme doit être aussi proche d'une vérification en temps réel que possible. Des informations relatives aux opérations, permettant de les vérifier et servant de base à leur règlement doivent être publiées. La mise en place de liaisons informatisées entre le système de négociation et le système de règlement contribue à une telle vérification. Lorsque les bourses ou les systèmes de négociation ne fournissent pas ces liaisons ils devraient exiger des participants qu'ils prennent des dispositions afin de permettre une transmission rapide et précise de l'information relative concernant les transactions vers les organismes chargés de la compensation.

13.11 Aspects de risques des systèmes de compensation et de règlement: appel de marge, compensation, vente à découvert et prêt de titres

Des procédures doivent être mises en place qui permettent d'identifier et de contrôler les risques de manière permanente. Les régulateurs doivent se préoccuper non seulement de la réduction du risque mais également de la prise de risque et de son répartition parmi les participants.

Il est essentiel que la compensation et le règlement s'accompagnent de contrôles de la stabilité et de la santé financière des intervenants sur le marché ainsi que d'une surveillance de leurs activités. Ces systèmes doivent être surveillés afin de minimiser le risque général pour le marché. Les membres des organismes de compensation doivent communiquer des informations relatives à leur capacité à satisfaire aux appels de marge ponctuels et relatives à la clarté des procédures applicables en cas de défaillance. Les dépôts de garantie obligatoire (évoqués ci-après) peuvent être utilisés parallèlement à d'autres mécanismes pour gérer les risques des intervenants sur le marché, des chambres de compensation et des marchés. Parmi les autres moyens de contrôle des risques, on citera: les coupe-circuits, les limitations de positions, les limitations de cours,

les suspensions de négociation, les normes d'adéquation des fonds propres, les systèmes de gestion des risques, les normes de fonctionnement, les limitations de prêts, la couverture des assurances, les systèmes de garantie et les fonds garantis.⁶⁴

Une livraison contre règlement assurée dans un délai court contribue à la réduction du risque encouru par les participants. La norme T+3 est recommandée par le Groupe des Trente pour les marchés de titres. Le transfert de propriété doit y intervenir au moment du règlement. Les systèmes de livraison contre règlement réduisent le risque de voir un participant régler ou livrer l'intégralité de ses engagements à une contrepartie sans rien recevoir en retour. Dans de tels systèmes des mesures sont prises afin que le transfert de propriété n'intervienne qu'au règlement.

Un système centralisé de dépôt ou d'enregistrement des valeurs, en liaison avec le système de règlement-compensation, constitue le fondement d'un système de compensation et de règlement sûr et efficace. Au fil du temps, les juridictions doivent faire le nécessaire pour dématérialiser les valeurs mobilières ou pour les immobiliser au sein d'un système de dépôt ou d'enregistrement qui soit sous leur régulation.

Les systèmes de règlement des produits dérivés doivent être symétriques afin d'éviter le risque de liquidité. Les règlements et les recouvrements doivent être gérés concomitamment.

13.11.1 Appel de marge⁶⁵

Les appels de marge peuvent jouer un rôle important parallèlement aux autres systèmes de garde-fous pour la protection de la sécurité financière et l'intégrité des marchés. Les dépôts de garantie obligatoire doivent être conçus de sorte à fournir un financement disponible suffisant pour couvrir les risques de négociation potentiels. Ils doivent être périodiquement revus.

⁶⁴ Le régulateur doit demander des tests suffisants de résistance des systèmes de gestion des risques et de garantie.

⁶⁵ Voir les rapports du Comité Technique de l'OICV, mars 1996 (50), *Report on Margin*, et octobre 1992 (22), *Coordination Between Cash and Derivative Markets*.

Les procédures et les niveaux de marge doivent être conçus de manière à réduire l'exposition des participants, tels que les chambres de compensation, au risque de crédit, de marché et autres risques – notamment au risque de défaillance d'un participant du fait des fluctuations de cours de certains instruments et des variations de la volatilité du marché.

Les frais de marge doivent être envisagés dans la perspective de l'intérêt de la réduction des risques. L'une des conséquences de niveaux de marge élevés pourrait, par exemple, être de réduire l'effet de levier associé à certains instruments financiers et d'augmenter le coût des transaction et cette situation serait susceptible d'affecter l'utilité économique de certains produits.

Il faut prendre en considération les appels de marge croisés et l'utilisation d'une gamme importante de garanties relativement liquides.⁶⁶ Pour couvrir la volatilité des opérations sur instruments dérivés, les règlements et compensations quotidiens et les appels de marge sont largement utilisés et devraient être encouragés.

13.11.2 **Compensation**

Dans ce contexte, la compensation désigne la réduction du montant traité ou des niveaux de risque dans un système de règlement découlant de la compensation des positions créditrices et débitrices des participants entre eux et faisant apparaître le solde de l'engagement net. Les systèmes de compensation qui procèdent à la substitution de contrats sont efficaces. Le régulateur et les intervenants de marché devraient étudier les volumes de transaction sur les marchés et les caractéristiques de la participation qu'ils attirent afin de déterminer le mécanisme approprié pour la compensation.⁶⁷

⁶⁶ Voir les rapports du Comité technique de l'OICV, mars 1996 (50), *Report on Margin*, et octobre 1992 (22), *Coordination Between Cash and Derivative Markets* pour un commentaire sur: la détermination des niveaux de marge, le calcul, le recouvrement et le contrôle, la défaillance, les situations exceptionnelles, une communication efficace et les appels de marge croisés.

⁶⁷ La substitution doit être applicable en cas d'insolvabilité si elle doit contribuer à la gestion des risques.

13.11.3 **Vente à découvert et prêt de titres**

La vente à découvert est considérée dans certaines juridictions comme un mécanisme utile permettant de contribuer à la liquidité. Lorsque la vente à découvert est autorisée, la régulation doit protéger des manipulations telles que celles associées à des positions de vente à découvert importantes. Dans certaines juridictions, ceci entraîne un système autorisant le prêt de titres combiné à une limitation des ventes à découvert aux valeurs liquides. La publication d'informations relatives aux positions de vente à découvert et de prêt de titres (ou au moins leur communication au régulateur) est un outil permettant de réduire davantage les risques.

Liste des Résolutions de l'OICV

(par ordre chronologique)

1. Avril 1983: *Resolution on the Regulation of Securities Markets* (P.C.)
2. Juillet 1986: *Resolution on Factors in Capital Markets Development* (P.C.)
3. Juillet 1986: *Resolution on the Privatization of State-Owned Companies* (P.C.)
4. Juillet 1986: *Resolutions on the Integration of Financial Activities Within Multi-Functional Bodies* (2) (P.C.)
5. Novembre 1986: *Resolution Concerning Mutual Assistance* (E.C.)
6. Juillet 1987: *Statement on the Creation of the Technical Committee of OICV* (T.C.)
7. Septembre 1987: *Resolution on Modification and Simplification of the Prospectus* (P.C.)
8. Septembre 1987: *Resolution on Conversion of the Foreign Debt Into Securities* (P.C.)
9. Septembre 1987: *Resolution on Cooperation in Matters of Surveillance and Enforcement* (P.C.)
10. Septembre 1987: *Resolution on Development and Access of Markets* (P.C.)
11. Octobre 1988: *Statement of Support for the International Accounting Standards Committee Initiative* (T.C.)
12. Novembre 1988: *Resolutions on Harmonization of Accounting and Auditing Standards* (2) (P.C.)
13. Juin 1989: *Statement on Issues of Clearance and Settlement* (T.C.)
14. Juin 1989: *Resolution on Cooperation* (E.C.)
15. Septembre 1989: *Resolution on International Harmonization of Securities and Derivatives Markets* (P.C.)

16. *Septembre 1989: Resolution on Rules of Ethics of Intermediaries (P.C.)*
17. *Septembre 1989: Resolution on Market Automation and its Implications for Regulatory Activity (P.C.)*
18. *Septembre 1989: Resolution on Capital Adequacy Standards (P.C.)*
19. *Septembre 1989: Resolution on International Equity Offers (P.C.)*
20. *Novembre 1990: Resolution on Information Sharing Between SROs (SRO C. C.)*
21. *Novembre 1990: Resolution on Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivative Products (P.C.)*
22. *Novembre 1990: Resolution on International Conduct of Business Principles (P.C.)*
23. *Septembre 1991: Resolution on Principles for Memoranda of Understanding (P.C.)*
24. *Octobre 1992: Resolution on Principles for the Supervision of Financial Conglomerates (P.C.)*
25. *Octobre 1992: Resolution on the Endorsement of International Auditing Standards (P.C.)*
26. *Octobre 1992: Resolution on Money Laundering (P.C.)*
27. *Octobre 1992: Resolution on Clearing and Settlement (P.C.)*
28. *Octobre 1993: Resolution on Transnational Securities and Futures Fraud (P.C.)*
29. *Octobre 1993: Resolution on Coordination Between Cash and Derivatives Markets (P.C.)*
30. *Octobre 1993: Resolution Concerning Accounting Standard IAS 7 (P.C.)*
31. *Octobre 1994: Resolution on Commitment to Basic OICV Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance (P.C.)*
32. *Juillet 1995: Joint OICV – IASC Statement on the Development of International Accounting Standards (T.C.)*

33. Juillet 1995: *Resolution Concerning Cross-Border Transactions* (P.C.)
34. Mars 1996: *Recommendation on the Recognition of Bilateral Netting Agreements in the Calculation of Capital Requirements for Securities Firms* (T.C.)
35. Septembre 1996: *Resolution on Enforcement Powers of a Securities and Futures Supervisory Agency* (E.M.C.)
36. Septembre 1996: *Resolution on Providing Certainty of the Enforceability of Netting Arrangements for Over-the-Counter Derivatives Transactions* (P.C.)
37. Février 1997: *Resolution on Enforcement Powers* (T.C.)
38. Mai 1997: *Statement on Year 2000* (T.C.)
39. Novembre 1997: *Resolution on Enforcement Powers* (P.C.)
40. Novembre 1997: *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws* (P.C.)

Documents de l'OICV

1989

1. *International Equity Offers – Summary of Report*, Rapport du Comité Technique, septembre 1989
2. *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*, Rapport du Comité Technique, septembre 1989

1990

3. *Compliance Information Collection and Data Reporting Compendium and Chart*, Rapport du Comité Technique, juin 1990
4. *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems*, Rapport du Comité Technique, juin 1990
5. *Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries – Collated Summary of Responses to Common Framework Analysis and Cross Regulatory Summary Chart*, Rapport du Comité Technique, juin 1990
6. *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, Rapport du Comité Technique, juin 1990
7. *Clearing and Settlement*, Rapport du Comité Technique, 2 juillet 1990
8. *International Conduct of Business Principles*, Rapport du Comité Technique, 9 juillet 1990
9. *The Role of Securities Commissions*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), septembre 1990
10. *International Equity Offers – Changes in Regulation Since Juin 1989*, Rapport du Comité Technique, octobre 1990
11. *Market Automation and its Implications for Regulatory Activities*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), 9 octobre 1990

12. *International Accounting and Auditing Standards*, Rapport du Comité Technique, novembre 1990
13. *Stimulation of the Development of Emerging Markets of Securities*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), novembre 1990
14. *Capital Requirements for Multinational Securities Firms*, Rapport du Comité Technique, 13 novembre 1990

1991

15. *Comparative Analysis of Disclosure Regimes*, Rapport du Comité Technique, septembre 1991
16. *International Equity Offers – Changes in Regulation Since April 1990*, Rapport du Comité Technique, septembre 1991
17. *Principles of Memoranda of Understanding*, Rapport du Comité Technique, septembre 1991
18. *Report on the Resolution on Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, Rapport du Secrétaire Général, septembre 1991

1992

19. *Report on Stimulation Policies for Securities Market Development*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), 1992
20. *International Equity Offers – Changes in Regulation Since April 1991*, Rapport du Comité Technique, septembre 1992
21. *Clearing and Settlement in Emerging Markets – A Blueprint*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), octobre 1992
22. *Coordination Between Cash and Derivative Markets – Contract Design of Derivative Products on Stock Indices and Measures to Minimize Market Disruption*, Rapport du Comité Technique, octobre 1992

23. *Principles for the Supervision of Financial Conglomerates*, Rapport du Comité Technique, octobre 1992
24. *Report on Disclosure Requirements*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), octobre 1992
25. *Report on Incentives for Market Development*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), octobre 1992
26. *Report on Money Laundering*, Rapport du Comité Technique, octobre 1992
27. *Transparency on Secondary Markets: A Synthesis of the OICV Debate*, Rapport du Comité Technique, décembre 1992

1993

28. *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – Implementation of the Group of Thirty Recommendations*, Rapport du Secrétariat Général, mai 1993
29. *Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption*, Rapport du Comité Technique, octobre 1993
30. *Protecting the Small Investor: Combating Transnational Retail Securities and Futures Fraud*, Rapport du Comité Technique, octobre 1993
31. *Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries – Collated Summary of Responses to Common Framework of Analysis and Cross Regulatory Summary Chart*, Rapport du Comité Technique, octobre 1993
32. *Report on Disclosure*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), 25 octobre 1993
33. *Report on Internationalization*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), 25 octobre 1993

34. *Report on Privatization*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), 25 octobre 1993

1994

35. *Operational and Financial Risk Management Control Mechanisms for Over-the-Counter Derivatives Activities of Regulated Securities Firms*, Rapport du Comité Technique, juillet 1994
36. *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – Implementation of the Group of Thirty Recommendations*, Rapport du Secrétariat Général, septembre 1994
37. *Report on Derivatives*, Rapport du Comité de Développement (maintenant appelé Comité des Marchés Emergents), Groupe de travail, septembre 1994
38. *International Equity Offers – Changes in Regulation Since April 1992*, Rapport du Comité Technique, octobre 1994
39. *Report on Disclosure and Accounting*, Rapport du Comité Technique, octobre 1994
40. *Report on Investment Management – Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum*, Rapport du Comité Technique, octobre 1994
41. *Report on Issues Raised for Securities and Futures Regulators by Under-Regulated and Uncooperative Jurisdictions*, Rapport du Comité Technique, octobre 1994
42. *Report on Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems*, Rapport du Comité Technique, 17 octobre 1994

1995

43. *Framework for Supervisory Information About the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Rapport commun du Comité Technique et du Comité de Bâle sur la surveillance des banques, mai 1995

44. *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – Implementation of the Group of Thirty Recommendations*, Rapport du Secrétariat Général, juillet 1995
45. *Report on Investment Management*, Rapport du Comité Technique, juillet 1995
46. *The Implications for Securities Regulators of the Increased Use of Value at Risk Models by Securities Firms*, Rapport du Comité Technique, juillet 1995
47. *The Supervision of Financial Conglomerates*, Rapport du groupe tripartite des régulateurs des secteurs bancaire, financier et d'assurance préfacé par l'OICV, le Comité de Bâle et l'IAIS, juillet 1995
48. *Public Disclosure of the Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Rapport commun du Comité Technique et du Comité de Bâle sur la supervision des banques, novembre 1995

1996

49. *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, Rapport du Comité Technique, 7 mars 1996
50. *Report on Margin*, Rapport du Comité Technique, 7 mars 1996
51. *Response of the Basle Committee on Banking Supervision and of the International Organization of Securities Commissions to the Request of the G-7 Heads of Government at the June 1995 Halifax Summit*, mai 1996
52. *Discussion Paper on International Cooperation in Relation to Cross-Border Activity of Collective Investment Schemes*, Rapport du Comité Technique, juin 1996
53. *Legal and Regulatory Framework for Exchange Traded Derivatives*, Rapport du Comité des Marchés Emergents, juin 1996
54. *Regulatory Cooperation in Emergencies – A Discussion Paper*, Rapport du Comité Technique, juin 1996

55. *Measures Available on a Cross-Border Basis to Protect Interests and Assets of Defrauded Investors*, Rapport du Comité Technique, juillet 1996
56. *Report on the Implementation of OICV Resolutions*, Rapport du Secrétariat Général, 29 juillet 1996
57. *Client Asset Protection*, Rapport du Comité Technique, août 1996
58. *Collective Investment Schemes in Emerging Markets*, Rapport du Comité des Marchés Emergents, septembre 1996
59. *Disclosure of Risk – A Discussion Paper*, Rapport du Comité Technique, septembre 1996
60. *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes – A Discussion Paper*, Rapport du Comité Technique, septembre 1996
61. *International Equity Offers – Changes in Regulation Since April 1994*, Rapport du Comité Technique, septembre 1996
62. *Reporting of Material Events in Emerging Markets*, Rapport du Comité des Marchés Emergents, septembre 1996
63. *Report on the Improvement of Cooperation and Coordination in the Surveillance of Securities and Futures Transactions*, Rapport du Secrétariat Général, septembre 1996
64. *Survey of Disclosures About Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Rapport commun du Comité de Bâle sur la supervision des banques et du Comité Technique, novembre 1996

1997

65. *Disclosure Framework for Securities Settlement Systems*, Rapport commun du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et du Comité Technique, février 1997
66. *Comparative Paper on Capital Adequacy Standards*, Rapport du Comité des Marchés Emergents, mai 1997
67. *Short Selling and Securities Lending: Issues for Consideration*, Avant-projet du Comité des Marchés Emergents, mai 1997

68. *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Rapport du Comité Technique, septembre 1997
69. *Report on Enforcement Issues Raised by the Increasing Use of Electronic Networks in the Securities and Futures Field*, Rapport du Comité Technique, septembre 1997
70. *International Equity Offers – Changes in Regulation Since April 1996*, Rapport du Comité Technique, septembre 1997
71. *Directory of Information – Authorisation of Collective Investment Schemes (CIS) and Related Services*, Rapport du Comité Technique, octobre 1997
72. *Financial Risk Management in Emerging Markets – Final Report*, Rapport du Comité des Marchés Emergents, novembre 1997
73. *Towards a Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets*, Rapport du Comité des Marchés Emergents, novembre 1997
74. *Comparative Report on the Requirement of Adjustment for Inflation of the Emerging Markets' Financial Statements*, Rapport du Comité des Marchés Emergents, novembre 1997
75. *Report on the Self-Evaluation Conducted by OICV Members Pursuant to the 1994 OICV Resolution on «Commitment to Basic OICV Principles of High Regulatory Standards and Mutual Co-operation and Assistance»*, Rapport de l'OICV, novembre 1997
76. *Guidance on Information Sharing*, Rapport du Comité Technique, novembre 1997

1998

77. *Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions*, Rapports du Comité technique, mai 1998
78. *Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors*, Rapport du Comité Technique, mai 1998

79. *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Rapport de l'OICV, septembre 1998
80. *Securities Activity on the Internet*, Rapport du Comité technique, septembre 1998
81. *Framework for Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Rapport commun du Comité de Bâle sur la supervision des banques et du Comité technique, septembre 1998

Documents pour consultation

- (1) *Supervision of Financial Conglomerates, février 1998 (Joint Forum on Financial Conglomerates)*

Le cadre juridique

Une régulation financière efficace dépend de l'adéquation du cadre juridique. Les questions à traiter au niveau de la législation nationale comprennent:

- (1) Droit des sociétés
 - 1.1 constitution de la société
 - 1.2 obligations des administrateurs et des cadres
 - 1.3 régulation des offres publiques d'achat et autres opérations destinées à concerner un changement de contrôle
 - 1.4 législation régissant les émissions et les offres de vente de titres
 - 1.5 publication d'informations auprès des porteurs de titres pour leur permettre de prendre des décisions en connaissance de cause
 - 1.6 communication de la liste des principaux actionnaires
- (2) Code de commerce / Droit contractuel
 - 2.1 droit à contracter des personnes privées
 - 2.2 assouplissement des procédures de prêt de titres et d'engagement hypothécaires
 - 2.3 droits de propriété, droits attachés aux titres compris, et règles régissant le transfert de ces droits
- (3) Droit fiscal
 - 3.1 clarté et cohérence, y compris mais pas uniquement en ce qui concerne le traitement des investissements et des produits d'investissement
- (4) Législation en matière de faillite et d'insolvabilité
 - 4.1 droits des porteurs de titres en cas de cessation d'activité
 - 4.2 droits des clients en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire
 - 4.3 compensation
- (5) Législation en matière de concurrence
 - 5.1 prévention des pratiques anti-concurrentielles
 - 5.2 prévention des obstacles injustes à l'agrément
 - 5.3 prévention de l'usage abusif d'une position dominante sur le marché

(6) Système de résolution en cas de litige

- 6.1 un système judiciaire juste et efficace (y compris les mécanismes alternatifs d'arbitrage et autres mécanismes de résolution des litiges)
- 6.2 caractère exécutoire des décisions de justice et sentences arbitrales, décisions et sentences étrangères incluses