

00.076

**Message  
sur une loi fédérale instaurant de nouvelles mesures  
urgentes dans le domaine du droit de timbre de négociation**

du 2 octobre 2000

---

Messieurs les Présidents,  
Mesdames et Messieurs,

Nous avons l'honneur de vous soumettre, par le présent message, un projet de loi fédérale sur de nouvelles mesures urgentes dans le domaine du droit de timbre de négociation et vous proposons de l'adopter.

Par la même occasion, nous vous proposons de classer les interventions parlementaires suivantes:

- |      |   |         |   |
|------|---|---------|---|
| 1999 | M | 99.3008 | Solution faisant suite aux mesures urgentes dans le domaine du droit de timbre de négociation (E 3.3.99, Commission de l'économie et des redevances CE 98.077; N 15.3.99) |
| 1999 | M | 99.3012 | Solution faisant suite aux mesures urgentes dans le domaine du droit de timbre de négociation (N 15.3.99, Commission de l'économie et des redevances CN 98.077; E 3.3.99) |
| 2000 | M | 00.3001 | Timbre sur les titres (N 16.3.2000; Commission de l'économie et des redevances N 99.085; E 14.6.2000)   |

Nous vous prions d'agréer, Messieurs les présidents, Mesdames et Messieurs, l'assurance de notre haute considération.

2 octobre 2000

Au nom du Conseil fédéral suisse:

Le président de la Confédération, Adolf Ogi

La chancelière de la Confédération, Annemarie Huber-Hotz

---

## Condensé

*En mars 2000, le Conseil fédéral a décidé d'élaborer un train de mesures fiscales visant à apporter des améliorations au système fiscal dans le domaine de l'imposition du couple et de la famille, du droit de négociation et de l'imposition des logements utilisés par les propriétaires. Le Conseil fédéral a toutefois décidé que les pertes dues aux réformes apportées au droit de négociation ne devraient pas dépasser 500 millions de francs.*

*S'appuyant sur le concept adopté par le Conseil fédéral le 13 mars 2000 en vue de l'application des réformes prévues par les lignes directrices des finances, le Chef du Département fédéral des finances a institué un groupe de travail mixte le 22 mars 2000 et l'a chargé de remettre, avant la fin juin 2000, un rapport sur les allègements nécessaires dans le cadre du droit de négociation pour renforcer la place économique suisse. De même, le groupe de travail devait estimer les pertes envisagées en cas d'application de ses propositions et s'assurer qu'elles pourraient être compensées à l'intérieur du secteur financier, si elles venaient à dépasser les 500 millions prévus.*

*Sur la base du rapport rendu par le groupe de travail, le Conseil fédéral est arrivé à la conclusion que la nouvelle révision du droit de négociation devait se concentrer sur les domaines suivants:*

- a. Révision des art. 14 et 17 de la loi fédérale sur les droits de timbre (LT) afin d'exonérer du droit de négociation les opérations de certains investisseurs institutionnels (institutions publiques, fonds de placement, assureurs sur la vie et institutions de prévoyance).*
- b. Révision de l'art. 19 LT afin d'éviter de désavantager fiscalement les banques suisses lorsqu'elles traitent des actions suisses à une bourse étrangère.*

*Le Conseil fédéral considère de plus que ces modifications sont primordiales et qu'elles doivent donc donner lieu à une loi fédérale urgente. Considérant les relations de coopération existant entre la Bourse suisse et la Bourse de Londres virt-x, il est également d'avis que ce projet de loi doit être adopté par les deux Chambres fédérales dès la session d'hiver 2000. Le présent message s'appuie fortement sur les recommandations du groupe de travail mixte.*

*Etant donné qu'une loi fédérale urgente doit être limitée dans le temps, le droit de négociation doit continuer de faire partie du train de mesures annoncé pour le 4<sup>e</sup> trimestre de cette année. Dans le cadre de ce train de mesures, il s'agira d'incorporer au droit ordinaire les mesures de l'arrêté fédéral urgent du 19 mars 1999 et celles de la présente loi.*

*Les pertes envisagées dans le cadre du présent projet sont estimées à 490 millions de francs sur la base des chiffres de l'année 1999.*

# Message

## **1** **Partie générale**

### **1.1** **Situation**

#### **1.1.1** **Arrêté fédéral urgent du 19 mars 1999**

Le 19 mars 1999, les Chambres ont édicté l'arrêté fédéral sur des mesures urgentes dans le domaine du droit de négociation. Cet arrêté est applicable jusqu'à l'entrée en vigueur d'une législation fédérale qui le remplacera, mais au plus tard jusqu'au 31 décembre 2002. Cet arrêté porte sur:

- l'exonération du commerce des Euro-obligations;
- l'exonération des transactions effectuées sur Eurex, la nouvelle bourse des dérivés;
- l'assujettissement des banques étrangères affiliées à la Bourse suisse («remote members») en qualité de commerçants de titres.

La réalisation de ces mesures a entraîné une baisse des recettes d'environ 20 millions de francs.

#### **1.1.2** **Interventions parlementaires**

Au moment de l'adoption de l'arrêté fédéral urgent du 19 mars 1999, les Chambres ont approuvé deux motions identiques, l'une de la Commission de l'économie et des redevances du Conseil national, l'autre de la Commission de l'économie et des redevances du Conseil des états:

Le Conseil fédéral est chargé de préparer une solution faisant suite aux mesures urgentes dans le domaine du droit de timbre de négociation, qui garantira la compétitivité de la place financière suisse (bourse et banques) en matière de droit de timbre de négociation au prix d'une perte de recettes aussi faible que possible.

La modification correspondante de la loi fédérale sur les droits de timbre se fera dès que nécessaire, avec comme but qu'elle puisse entrer en vigueur au plus tard le 1<sup>er</sup> janvier 2003.

En outre, la commission de l'économie et des redevances du Conseil national a adopté la motion suivante le 31 janvier 2000:

Le Conseil fédéral est prié de présenter, d'ici au 30 septembre 2000, un message concernant la loi fédérale sur les droits de timbre afin de supprimer le droit de timbre de négociation sur les titres dans les secteurs menacés d'émigration à l'étranger.

Les Chambres ont ensuite transmis cette motion au Conseil fédéral.

## 1.2 Appréciation de la situation

### 1.2.1 Révision de la loi en 1991

Déjà en automne 1991, des demandes d'allègement ont conduit à une révision importante de la loi qui avait principalement pour but d'améliorer la compétitivité de la place financière suisse. Cette révision adoptée le 4 octobre 1991 (entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> avril 1993) comprenait notamment l'abolition du droit d'émission (de 0,9 %) sur les parts à des fonds de placement suisses, l'exonération des stocks de titres des commerçants de titres professionnels du droit de négociation, l'abolition du droit de négociation sur l'émission d'obligations de débiteurs étrangers et de droits de participation à des sociétés étrangères ainsi que l'exonération des opérations étranger/étranger effectuées par des parties contractantes étrangères sur des obligations étrangères.

Pour compenser la diminution des recettes liées à ces allègements, on a réintroduit le droit d'émission sur les obligations suisses (obligations d'emprunts et bons de caisse). Pour la même raison, on a redéfini la notion des «autres commerçants de titres»; le droit de négociation a été étendu à toutes les sociétés et coopératives suisses qui font état de plus de 10 millions de francs de titres et de participations dans leur bilan.

Dans l'ensemble, cette révision a atteint son but. Les produits des banques résultant des opérations de commissions et des prestations de service ont augmenté de 1993 à 1998 de 14 à près de 24 milliards de francs. Le rendement du droit de négociation a évolué comme suit pendant ces cinq dernières années (montants en millions de francs):

	1995	1996	1997	1998	1999
Titres suisses	255	321	462	689	609
Titres étrangers	576	690	1018	1274	1391
Total	831	1011	1480	1963	2000

### 1.2.2 Arrêté fédéral urgent du 19 mars 1999

Une autre révision limitée dans le temps a eu lieu au printemps 1999. L'arrêté fédéral urgent édicté le 19 mars 1999 et applicable jusqu'à la fin de 2002 prévoit des allègements pour le commerce des Euro-obligations: la négociation, l'achat et la vente d'obligations étrangères sont généralement exonérés du droit de négociation, dans la mesure où ils se font pour un contractant étranger. Les transactions effectuées sur la nouvelle bourse de dérivés Eurex sont également allégées. Une autre mesure concerne les commerçants de titres affiliés à la Bourse suisse: ces «remote members» doivent acquitter le droit de négociation sur les titres suisses qu'ils négocient à la Bourse suisse. En revanche, ils ne doivent pas ce droit sur les «opérations nostro».

Cet arrêté fédéral urgent a développé jusqu'à présent des effets positifs. La Bourse suisse s'est lancée dans le commerce des Euro-obligations avec succès et elle a pu acquérir jusqu'à présent 20 banques étrangères comme «remote members». On

relèvera en outre que la Bourse suisse a également pu se lancer dans le commerce des «repos» en raison d'une modification de la pratique de l'Administration fédérale des contributions. La plate-forme développée par la Bourse suisse pour le commerce des «repos» facilite ces transactions qui constituent un instrument important et efficace de la politique de gestion de la masse monétaire de la Banque nationale suisse.

L'hypothèse selon laquelle la diminution des recettes liée à l'arrêté fédéral urgent de mars 1999 serait marginale s'est confirmée.

## **1.3 Développement de la place financière suisse**

### **1.3.1 Généralités**

La place financière suisse se maintient dans les premiers rangs sur le marché international. Pour la gestion de fortune, les enquêtes récentes révèlent que la clientèle privée accorde plus d'importance à la rapidité et à la qualité du service et à la discrétion qu'à la modestie des frais de transaction. Par ailleurs, il se confirme que le commerce électronique a aiguisé la concurrence. Pour participer au marché libéralisé, il n'est plus nécessaire d'être physiquement sur place: les commissions (courtage) des banques sont soumises à une pression à la baisse tant en Suisse qu'à l'étranger. Ceci vaut notamment pour les transactions avec les investisseurs institutionnels (qui regardent aux coûts).

Le Conseil fédéral relevait déjà ce qui suit en juin 1989 au sujet de la globalisation et la déréglementation des marchés financiers (citation extraite du message du 5 juin 1989 sur la réforme de finances fédérales et la modification de la loi sur les droits de timbre; FF 1989 III 1, en particulier p. 48):

Le client a changé, car il est devenu plus professionnel et exigeant; tant dans le domaine institutionnel que dans le domaine privé, il recherche le rendement. (. . .)

Les nouveaux instruments et le développement du réseau des marchés conduisent à une augmentation de la concurrence pour la place financière suisse. L'intervention croissante de l'informatique crée un réseau d'informations disponible à l'échelle mondiale et à toute heure, ce qui donne une grande transparence au marché. (. . .)

La capacité concurrentielle de la place financière suisse n'a pas surmonté cette modification des structures sans dommages. Les forces traditionnelles (stabilité sociale, politique et économique, réglementation modérée du secteur bancaire, bas niveau des taux d'intérêts et monnaie forte) ont quelque peu perdu de leur force d'attraction avec la globalisation des marchés financiers. En conséquence, certaines conditions générales défavorables pour la capacité concurrentielle de notre secteur bancaire et boursier sont mieux mises en lumière.

Les tendances décrites en 1989 se sont traduites par de profondes modifications au cours de la dernière décennie. Dans le cadre de la déréglementation, de nombreux Etats ont aboli les prescriptions qui leur servaient à surveiller et à limiter le trafic international des capitaux. L'avantage que les banques suisses tiraient de la législation suisse traditionnellement libérale a diminué. Ces banques se sont plus orientées

vers les marchés étrangers. Informatique et Internet ont contribué à rendre les transactions indépendantes de leur localisation sur un marché globalisé. L'avenir de la place financière suisse dépend donc davantage des marchés globalisés que de l'environnement politique et économique suisse. Les atouts traditionnels de la place financière suisse sont ainsi devenus relatifs.

### 1.3.2 Investisseurs institutionnels

Depuis des années, les banques et la Bourse insistent sur les dangers que le droit de négociation fait peser sur la localisation des transactions boursières. Ces avertissements n'ont pas été pris très au sérieux pendant longtemps, car le chiffre d'affaires de la Bourse a augmenté presque constamment (et, avec lui, le produit des droits de timbre), souvent avec des taux de croissance à deux chiffres. S'il est vrai que le chiffre d'affaires de la Bourse suisse (SWX) a augmenté, il faut relever que les taux de croissance des autres bourses européennes importantes sont nettement supérieurs.

#### Chiffres d'affaires en actions de quelques bourses européennes, 1995 et 1999

(en milliards de US \$)

Bourses	1995	1999	Hausse
Amsterdam	124	471	+ 280 %
Bourse allemande	594	1551	+ 161 %
Londres	1153	3399	+ 195 %
Madrid	54	240	+ 344 %
Milan	87	539	+ 520 %
Paris	213	770	+ 262 %
Stockholm	94	314	+ 234 %
SWX	340	562	+ 65 %

C'est précisément dans le domaine des transactions avec les investisseurs institutionnels que le droit de négociation a empêché la place boursière suisse d'exploiter la totalité de ses chances de croissance. En effet, les investisseurs institutionnels peuvent facilement échapper au droit de négociation en donnant directement leurs ordres d'achat ou de vente de titres à des banques étrangères.

Trois aspects différencient clairement les investisseurs institutionnels de la clientèle traditionnelle du «private banking»:

- Les investisseurs institutionnels sont en général des investisseurs importants et, par conséquent, des clients attractifs pour les banques. Il règne souvent une compétition féroce entre ces investisseurs, c'est pourquoi des fractions de pourcentage pèsent lourd dans leur rentabilité (performance).
- Les investisseurs institutionnels publient généralement leurs comptes. Pour eux, la discrétion ne joue donc qu'un rôle secondaire.

- Les investisseurs institutionnels sont généralement dirigés par des professionnels qui ne font pas grand cas d'une série de services forts prisés par la clientèle privée.

Pour les investisseurs institutionnels, le courtage est par conséquent nettement moins élevé que dans le «private banking» traditionnel. Le montant moyen est d'environ 10 points de base (1 point de base = 0,01 % ; 10 points = 1 ‰), le courtage étant compris entre 2 et 20 points de base. Cela signifie que le droit de négociation (7,5 ou 15 points de base) double pratiquement les frais de transaction, ce qui a des conséquences importantes sur la performance et constitue donc une bonne raison pour les investisseurs institutionnels d'opter pour des stratégies permettant d'éviter ce droit.

Les chiffres d'affaires des banques suisses sont ainsi beaucoup plus modestes qu'ils ne devraient l'être conformément à la moyenne internationale, notamment parce qu'une grande partie de ces chiffres d'affaires sont gérés par des filiales étrangères.

### **1.3.3 Projets de coopérations de la Bourse suisse**

#### **1.3.3.1 Situation**

La Bourse suisse (SWX) poursuit d'intenses négociations avec les banques qui font partie du «Consortium Tradepoint». En juillet 2000, la Bourse de Londres «Tradepoint» a accueilli les transactions de plus de 200 «blue chips» européennes sur son marché. Avec la collaboration de la Bourse suisse, la nouvelle bourse virt-x de Londres doit entrer en activité au premier trimestre 2001. Il est prévu que la SWX apporte le commerce des valeurs vedettes (blue chips) suisses à la virt-x et reçoive en contrepartie une participation de 38 % au capital de cette dernière. Le système électronique de la SWX serait utilisé pour ce commerce. La SWX resterait une bourse suisse: elle effectuerait la cotation primaire des blue chips suisses, mais ces valeurs feraient l'objet d'une cotation secondaire à la virt-x. Les membres de la SWX deviendraient membres de la virt-x. Le système SIS (SegaInterSettle) lié au système commercial de la SWX continuerait d'être utilisé pour le clearing et le «settlement». La «Clearing House» de Londres aura le rôle du partenaire principal et les fonctions de surveillance seront assumées par la «London Financial Services Authority».

#### **1.3.3.2 Problèmes au niveau du droit de négociation**

L'art. 19 de la loi du 27 juin 1973 sur les droits de timbre (LT) prévoit un allègement pour les opérations conclues par des banques suisses avec des banques étrangères, mais cet allègement ne s'applique qu'aux opérations portant sur des titres étrangers. La banque suisse qui vend des titres suisses à la London Clearing House (ou qui lui achète des titres suisses) par l'intermédiaire de virt-x doit s'acquitter pour cette contrepartie d'un demi-droit. Si on ne modifiait pas cette réglementation, les banques suisses souffriraient d'un sérieux handicap dans ce genre d'opérations, car les autres membres de virt-x en Suisse ne sont pas assujettis au droit de négociation.

## **1.4 Constitution d'un groupe de travail mixte**

Le 13 mars 2000, le Conseil fédéral a décidé d'élaborer un train de mesures fiscales visant à apporter des améliorations au système fiscal dans le domaine de l'imposition du couple et de la famille, du droit de négociation et de l'imposition des logements utilisés par les propriétaires. Il devrait approuver le message portant sur ces mesures dès le mois de décembre 2000. Dans le cadre des mesures concernant le droit de négociation, le Conseil fédéral est prêt à prendre en compte une perte annuelle de 500 millions de francs au maximum.

S'appuyant sur le concept adopté par le Conseil fédéral le 13 mars 2000 en vue de l'application des réformes prévues par les lignes directrices des finances, le Chef du Département fédéral des finances a institué un groupe de travail mixte «Révision du droit de négociation» le 22 mars 2000 et l'a chargé de remettre, avant la fin juin 2000, un rapport sur les allègements nécessaires dans le cadre du droit de négociation pour renforcer la place économique suisse. De même, le groupe de travail devait estimer les pertes envisagées en cas d'application de ses propositions et s'assurer qu'elles pourraient être compensées à l'intérieur du secteur financier, si elles venaient à dépasser les 500 millions prévus.

## **1.5 Composition, procédure de travail et propositions du groupe de travail «Révision du droit de négociation»**

Le groupe de travail se composait de cinq représentants au total des banques, de la Bourse suisse et de l'Association des fonds de placement; d'un représentant de la Banque nationale suisse et de cinq représentants de l'Administration fédérale des contributions. Pour déterminer dans quelle direction orienter ses travaux, notamment au sujet des allègements concernant le droit de négociation, le groupe de travail a invité des représentants de l'association des fonds de placement, des délégations de plusieurs banques, des représentants de groupes bancaires (Groupement des Banquiers Privés Genevois, représentants de banques du Liechtenstein) ainsi que des représentants de Industrie-Holding. Ces consultations ont montré que les mesures d'allègement du droit de négociation devaient porter essentiellement sur les opérations des investisseurs institutionnels. En outre, le groupe de travail a demandé des informations détaillées sur les projets de collaboration de la Bourse suisse, ce qui l'a conduit à proposer un allègement pour le commerce des titres suisses sur des marchés boursiers étrangers.

Le groupe de travail préconise de prendre ces mesures dans une loi fédérale urgente que les Chambres fédérales devraient adopter au cours de leur session d'hiver en raison de la coopération prévue entre la Bourse suisse et la bourse londonienne virt-x.

## **1.6 Consultation par voie de conférence**

L'agenda prévu pour la préparation du message est ambitieux: en effet, il prévoit que ce message doit être adopté dès la session d'hiver 2000. Vu l'urgence, le Con-

seil fédéral a donc décidé de renoncer à une consultation écrite pour le droit de négociation et lui a préféré une consultation orale des partenaires intéressés.

La consultation a donc eu lieu le 21 août 2000. Elle a réuni les délégations des partis politiques, des associations faîtières et d'autres associations intéressées. Chaque participant avait reçu comme document le rapport remis le 30 juin 2000 par le groupe de travail «Révision du droit de négociation».

Les représentants de l'économie, de la branche et les partis bourgeois ont souligné la nécessité d'agir compte tenu de la dynamique du changement et ont approuvé les propositions du groupe de travail concernant les objectifs, les mesures et l'urgence. Cette révision serait, d'après eux, une condition du maintien de la compétitivité d'une branche économique créant une forte valeur ajoutée.

Les représentants des travailleurs et les partis de gauche ont critiqué le groupe de travail. Ils ont certes reconnu l'urgence de prendre des mesures pour la Bourse, mais ont rejeté en principe les mesures proposées, essentiellement car ils déplorent le manque de propositions pour compenser la diminution des recettes (p. ex. au moyen d'un impôt sur les dépôts), ce qui serait, selon eux, en contradiction avec les accords de la table ronde.

## **2 Partie spéciale**

### **2.1 Conception du projet**

S'inspirant du rapport du groupe de travail, la nouvelle révision du droit de négociation doit se concentrer sur les articles suivants:

- a. art. 14 et 17 LT afin d'exonérer du droit de négociation les opérations de certains investisseurs institutionnels (institutions publiques, fonds de placement, assureurs sur la vie et institutions de prévoyance);
- b. art. 19 LT afin d'éviter de désavantager fiscalement les banques suisses lorsqu'elles traitent des actions suisses à une bourse étrangère.

#### **2.1.1 Investisseurs institutionnels**

Les consultations menées par le groupe de travail «Révision du droit de négociation» montrent clairement la nécessité de prendre des mesures en matière de droit de négociation dans le domaine des *opérations réalisées par des investisseurs institutionnels*. Dans le contexte d'un marché en plein développement, une exonération des investisseurs institutionnels permettrait aux banques suisses non seulement de freiner l'exode des transactions à l'étranger, mais également d'attirer de nouvelles opérations en Suisse.

Désormais, la Bourse suisse ne défend plus l'idée d'exonérer généralement le commerce des actions suisses du droit de négociation, car elle considère que la mesure proposée par le groupe de travail est plus efficace.

Pour ce qui est de l'allègement des transactions avec des investisseurs institutionnels, ce sont les *fonds de placement* et les caisses de pensions qui ont été cités le plus souvent pendant les consultations. Les fonds de placement suisses sont en concurrence avec les fonds étrangers et ils comptent sur une amélioration de leur

performance s'ils ne devaient plus acquitter le droit de négociation. La fortune des fonds de placement étrangers est entièrement gérée à l'étranger. Un allègement permettrait aux banques de gérer plus directement la fortune de leurs fonds établis à l'étranger (notamment au Luxembourg) depuis la Suisse. Pour ce qui est des caisses de pensions suisses, un allègement devrait freiner leur tendance à confier leurs ordres de vente ou d'achat de titres non pas à des banques suisses, mais à des banques étrangères (à cause du droit de négociation). Pour ce qui est des caisses de pensions étrangères, les banques pensent qu'elles pourraient développer leur activité de gestion de fortune en Suisse si elles ne devaient plus percevoir le droit de négociation à la charge de ces caisses.

La notion «*d'investisseur institutionnel*» n'est pas clairement définie. Pour exposer concrètement l'allègement des opérations avec ces investisseurs, le groupe de travail les a répartis en neuf catégories:

- 1 Banques et courtiers,
- 2 *Institutions publiques (Etats, Etats fédérés, communes et banques centrales),*
- 3 Organisations internationales,
- 4 *Fonds de placement,*
- 5 *Sociétés d'assurances sur la vie,*
- 6 *Institutions de prévoyance sociale* (caisses d'assurances sociales, fonds AVS et caisses de compensation),
- 7 *Institutions de prévoyance professionnelle et de prévoyance liée* (caisses de pensions, fondations de placement, pilier 3a),
- 8 Personnes morales à but de service public ou d'utilité publique,
- 9 Grandes sociétés («corporates» avec «cash-management»).

Les mesures d'allègement proposées doivent viser essentiellement les *investisseurs compris dans les catégories 2 et 4 à 7*, soit les institutions publiques, les fonds de placement, les assureurs-vie et les institutions de prévoyance.

Pour ce qui concerne les grandes sociétés (multinationales) qui pourraient être considérées comme des investisseurs institutionnels de la catégorie 9, il conviendrait de prendre en compte leurs demandes dans le cadre de la nouvelle loi sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine (message du 13 juin 2000, ch. 1.3.9.6). L'allègement supplémentaire demandé par Industrie-Holding en faveur de l'acquisition de ses propres actions n'est pas d'une importance politique primordiale du point de vue de la place financière.

Du point de vue légal, les opérations avec des investisseurs institutionnels peuvent être allégées en dispensant le commerçant de titres d'acquitter le droit de négociation pour ces investisseurs dans le cadre d'une révision de l'art. 17 LT. La diminution des recettes serait alors d'environ 440 millions de francs.

## **2.1.2 Commerce d'actions suisses à une Bourse étrangère (projet virt-x)**

Comme précisé au ch. 1.3.3.2, l'allégement prévu à l'art. 19 LT se limite aux opérations réalisées sur des marchés boursiers étrangers avec des titres étrangers. Lorsqu'une banque suisse veut par exemple vendre ou acheter des titres suisses via la bourse virt-x, elle doit, selon le régime actuel, acquitter un demi-droit pour sa contrepartie, soit pour la London Clearing House.

Les opérateurs boursiers suisses sont donc largement pénalisés du point de vue fiscal, ce qui pose un problème grave qu'il faut résoudre très rapidement en révisant l'art. 19 LT, sinon le droit de négociation contribuera à désavantager la place financière suisse; il faudrait en effet s'attendre à ce que nos banques déplacent le commerce des titres suisses si possible dans leurs filiales londoniennes et à ce que les investisseurs institutionnels donnent leurs ordres d'achat ou de vente de titres suisses à des banques à l'étranger.

La modification de l'art. 19 LT entraînera une diminution des recettes d'environ 50 millions de francs.

## **2.2 Commentaires des dispositions du projet de loi**

### **2.2.1 Investisseurs institutionnels**

#### *Art. 4, al. 2*

Les fonds de placement sont déjà exclus du champ d'application du droit d'émission; la définition des notions de l'art. 4, al. 2, n'a donc de l'importance que pour le droit de négociation. L'exonération des fonds de placement du droit de négociation permet de se passer de la définition de cette notion; cet alinéa peut donc être abrogé. (Pour la justification de cette exonération, cf. commentaire de l'art. 17a, al. 1, let. c).

#### *Art. 13, al. 3, let. c et al. 4*

L'art. 13, al. 3, définit les commerçants de titres (suisses) assujettis. D'après la let. d, les investisseurs institutionnels peuvent posséder la qualité de commerçants (suisses) de titres (et donc être assujettis au droit de négociation). Ils sont alors toujours assujettis au droit de négociation sans égard au fait qu'ils concluent des transactions avec (ou sans) un autre commerçant de titres suisses (p. ex. une banque, en particulier pour les transactions boursières). Pour exonérer ce genre d'investisseurs institutionnels, il faut leur enlever leur qualification de commerçant suisse de titres.

D'après la let. c de la disposition actuelle, la direction d'un fonds de placement fait partie des commerçants de titres. Son exonération du droit de négociation nécessite donc l'abrogation de cette disposition (Pour la justification de cette exonération, cf. commentaire de l'art. 17a, al. 1, let c).

D'après l'art. 48, al. 2, de la loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP), la prévoyance professionnelle peut également être exploitée sous forme de société coopérative. D'après l'art. 13, al. 3, let. d, en vigueur, les sociétés coopératives qui détiennent des titres pour plus de 10 millions de francs sont assujetties au droit de négociation. Pour exonérer entièrement la pré-

voyance professionnelle du droit de négociation, il faut prévoir dans l'al. 4 de l'art. 13 une exception à l'assujettissement des institutions de prévoyance professionnelle constituées en sociétés coopératives.

*Art. 14, al. 4*

Les sociétés d'assurances font partie des investisseurs institutionnels classiques. On relèvera qu'on peut également les considérer comme des sociétés à but lucratif comme d'autres sociétés du secteur des services: c'est pourquoi une exception générale en faveur des sociétés d'assurances est exclue.

Dans le cadre de leur fonds de sûreté, les assureurs-vie gèrent des portefeuilles considérables qui appartiennent économiquement aux preneurs d'assurance. En outre, ces capitaux font partie du fonds du troisième pilier. Si les allègements du droit de négociation doivent avoir pour but de faciliter l'épargne vieillesse, il est logique d'englober également la gestion de fortune institutionnelle dans le cadre du pilier 3b. Vu le vieillissement croissant de la population suisse, il est dans l'intérêt public que les capitaux de couverture soient les plus élevés possible dans le domaine de l'assurance-vie. Dans ces conditions, une exception en faveur des assureurs suisses dans le cadre de la gestion de leur fonds de sûreté est justifiée.

Les assureurs-vie (suisse) font partie des commerçants assujettis car ils remplissent régulièrement les conditions de l'art. 13, al. 3, let. d. Etant donné que les assureurs-vie ne doivent pas être exonérés du droit de négociation sur la totalité de leurs opérations, mais seulement sur la part de leur patrimoine particulier, une modification de l'art. 13, al. 3, let. d, irait trop loin. En exonérant les assureurs-vie de la part du droit qui leur incombe uniquement lorsqu'ils utilisent des actifs de leur fonds de sûreté pour acquérir ou pour vendre des titres imposables, l'allègement est limité au fonds de sûreté. D'un point de vue technique, cette restriction est aisée à mettre en place puisqu'il suffit de s'appuyer, pour l'appliquer, sur le registre tenu par l'assureur-vie. Comme pour les stocks des commerçants de titres professionnels, il se pose toutefois un problème lorsqu'un assureur-vie retire plus tard un titre acquis sans verser le droit de timbre du fonds de sûreté, et le conserve comme un investissement normal pour lequel il ne peut pas demander l'allègement. Ce problème ne sera pas réglé dans la loi, mais dans l'ordonnance.

Les assureurs-vie suisses restant fondamentalement des commerçants de titres, les commerçants de titres (en particulier les banques) n'ont pas à acquitter de droit de négociation pour ces assureurs-vie conformément à l'art. 17, al. 2; ainsi, il n'est pas nécessaire de créer une disposition spéciale d'exonération pour les transactions effectuées par l'intermédiaire d'autres commerçants de titres.

*Art. 17, al. 2*

Les commentaires de l'art. 14, al. 4, montrent que tout commerçant de titres doit payer le droit pour la partie qui ne peut prouver qu'elle est assujettie au droit. Dans la mesure où un investisseur institutionnel est à la fois un commerçant (suisse) de titres enregistré, tous les autres commerçants qui traitent avec lui sont dispensés de payer le droit. Pour les investisseurs institutionnels qui ne seront plus assujettis au droit d'après les nouvelles dispositions de l'art. 13, al. 3, ou qui ne l'ont jamais été, un allègement selon l'actuel art. 17, al. 2, ne suffit plus. Il faut donc préciser explicitement qu'ils n'entrent plus en ligne de compte comme contrepartie au sens de cette

disposition. Pour ce faire, le plus simple consiste à assimiler les investisseurs institutionnels qu'il s'agit d'exonérer aux commerçants de titres enregistrés.

#### *Art. 17a*

Cette disposition sert à définir les investisseurs qu'il faut exonérer du droit de négociation en tant qu'investisseurs institutionnels au sens de la loi. En l'occurrence, on ne fait pas de distinction entre les investisseurs institutionnels suisses ou étrangers, la présente révision du droit de négociation ayant pour but de maintenir et de renforcer la compétitivité internationale de la place financière suisse. Toutefois, la définition des investisseurs étrangers pose des difficultés, par exemple pour les déterminer précisément sur la base de la surveillance (étrangère) à laquelle ils sont soumis. C'est pourquoi, la définition des investisseurs institutionnels étrangers est, par la force des choses, en partie plus restrictive que celle des investisseurs institutionnels suisses; le législateur doit en outre se contenter de critères généraux en se référant à la surveillance étrangère.

L'art. 17a se compose de cinq alinéas: le premier contient une liste exhaustive qui est précisée par les alinéas suivants. Les dispositions de détails sont commentées ci-après en même temps que la catégorie d'investisseurs institutionnels concernée.

#### *Art. 17a, al. 1, let. a*

L'exonération de la Confédération, des cantons et de leurs communes politiques libérera de la charge et des complications du droit de négociation la part des tâches de l'Etat qui peut se distinguer sans difficulté des autres activités. Cette exonération ne s'étend pas aux autres établissements de ces corporations publiques, dans la mesure où ils ne sont pas cités dans d'autres dispositions d'exonération.

#### *Art. 17a, al. 1, let. b*

Les problèmes de définition concernant les investisseurs institutionnels étrangers mentionnés à l'art. 17a ont conduit à citer et à exonérer uniquement les Etats étrangers (à l'exclusion des Etats fédérés et des communes). De même, cette disposition cite uniquement les banques centrales afin d'éviter que d'autres instituts d'économie mixte puissent demander l'allégement du droit de négociation.

#### *Art. 17a, al. 1, let. c*

D'après l'art. 13, al. 2, les parts de fonds de placements font partie des documents imposables. La vente et l'achat de ces parts sont donc soumis au droit de négociation. Etant donné que les directions des fonds de placement suisses sont des commerçants de titres d'après la législation en vigueur (cf. art. 13, al. 3, let. c), ils doivent également le droit de négociation sur les transactions qu'ils effectuent sur des titres. Si on relève que la valeur intrinsèque des parts du fonds correspond à la valeur des placements du fonds, l'imposition des parts du fonds et de la valeur des placements du fonds sous forme de titres imposables conduit à une double imposition économique. Compte tenu du fait qu'en matière de fonds de placement, le droit fiscal ne connaît que l'imposition de l'investisseur, contrairement par exemple aux placements en actions d'une société qui réinvestit sa fortune en actions, cette double imposition se révèle problématique.

On peut l'éviter soit en exonérant le commerce des parts de fonds de placement soit en exonérant le fonds de placement pour ses transactions avec des titres imposables.

L'exonération du fonds de placement lui-même est préférable à l'exonération des parts du fonds de placement. En effet, cette mesure permet aux fonds de placement suisses d'exploiter leurs portefeuilles sans la charge du droit de négociation et, par conséquent, d'améliorer leur performance. Le souci d'établir l'égalité entre les fonds de placement suisses et étrangers est un autre argument en faveur de cette solution (cf. commentaires de l'art. 17a, al. 1, let. d).

Par rapport à l'art. 2 de la loi fédérale sur les fonds de placement (LFP), on peut trouver une définition optimale en accord avec la loi pertinente pour les fonds de placement. Par contre, l'allègement ne doit pas être appliqué aux portefeuilles collectifs analogues aux fonds de placement (en particulier aux portefeuilles collectifs internes des banques).

#### *Art. 17a, al. 1, let. d*

La volonté de ne pas créer d'inégalités entre les investisseurs institutionnels suisses et étrangers a déjà été justifiée dans le commentaire général de l'art. 17a.

En matière de fonds de placement, il faut souligner qu'aujourd'hui déjà une grande partie des fonds de placement étrangers qui sont gérés par des banques suisses ont leur siège au Luxembourg. La durée de la procédure d'agrément constitue l'une des raisons de cette situation. Une autre raison importante, c'est que les parts d'un fonds de placement agréé au Luxembourg peuvent être distribuées dans toute l'Union européenne sans formalités supplémentaires. L'exonération des fonds de placement étrangers permettra aux banques suisses de gérer directement la fortune des fonds de placement qu'elles ont créés à l'étranger depuis la Suisse.

Pour exonérer les fonds de placement étrangers, on peut également se référer à la LFP.

#### *Art. 17a, al. 1, let. e en relation avec l'al. 2*

Les institutions de prévoyance sociale exercent sans conteste des activités particulièrement importantes pour la Confédération, les cantons et les communes ainsi que pour le peuple suisse. Elles sont également des investisseurs institutionnels très importants chez qui on constate une tendance croissante à faire effectuer leurs transactions à l'étranger à cause du droit de négociation. Tant le souci de réduire les frais de ces investisseurs pour le bien de la population, que le souci de contrecarrer la tendance de ces institutions à émigrer à l'étranger justifient le fait de les exonérer du droit de négociation.

Dans l'al. 2 de la disposition concernée, les institutions de prévoyance sociale sont énumérées séparément, en se référant aux lois particulières pertinentes, dans la mesure où leur définition ne ressort pas déjà de la désignation de l'institution. Cette énumération est exhaustive afin d'empêcher des problèmes de distinction avec d'autres institutions.

#### *Art. 17a, al. 1, let. f en relation avec l'al. 3*

Une différence de traitement entre les institutions de prévoyance sociale suisses et étrangères serait également déplacée pour les raisons évoquées dans le commentaire

général de l'art. 17a. Etant donné qu'il n'est pas possible de citer toutes les législations étrangères sur la surveillance, l'al. 3 de cette disposition renvoie aux tâches similaires et à une surveillance étrangère équivalente à celle des autorités suisses.

*Art. 17a, al. 1, let. g en relation avec l'al. 4*

Le projet admet que les institutions de prévoyance professionnelle et de prévoyance liée font partie des piliers indispensables d'un Etat social et qu'il faut encourager fiscalement la prévoyance vieillesse, survivants et invalidité. Il se justifie donc d'encourager cette prévoyance également au niveau du droit de négociation.

La difficulté de trouver une définition claire des institutions concernées a été résolue en appliquant la même méthode que pour les institutions visées à l'art. 17a, al. 1, let. e en relation avec l'art. 17, al. 2.

L'art. 17a, al. 4, let. a définit les institutions qui appliquent la prévoyance professionnelle obligatoire en renvoyant à la LPP et celles qui appliquent la prévoyance surobligatoire en renvoyant à l'art. 331 CO.

De même, les fondations de libre passage faisant partie du 2<sup>e</sup> pilier sont explicitement mentionnées à l'art. 17a, al. 4, let. b.

Conformément à l'encouragement fiscal du pilier 3a, la prévoyance professionnelle doit également bénéficier d'un allègement du droit de négociation. C'est pourquoi, l'art. 17a, al. 4, let. c mentionne expressément les fondations bancaires citées à l'art. 1, al. 1 de l'ordonnance sur les déductions admises fiscalement pour les cotisations versées à des formes reconnues de prévoyance (OPP3).

Pour exonérer l'ensemble des institutions de prévoyance, l'art. 17a, al. 4, let. d doit assimiler les fondations de placement qui servent exclusivement à placer les capitaux des institutions suisses de prévoyance professionnelle et de prévoyance liée aux investisseurs institutionnels.

*Art. 17a, al. 1, let. h en relation avec l'art. 17a, al. 5*

Comme pour l'art. 17a, al. 1, let. f, il ne serait pas compatible avec le but de la révision de ne pas exonérer les institutions étrangères. Etant donné qu'une définition plus précise des institutions concernées n'est pas possible, leur définition à l'al. 5 reste aussi ouverte que celle de l'art. 17a, al. 3, du projet.

*Art. 17a, al. 1, let. i*

D'après le principe qui veut que les investisseurs suisses et étrangers soient traités de manière égale (les assureurs-vie suisses seraient exonérés dans le cadre du nouvel art. 14, al. 4), il faut également créer une disposition pour exonérer les assureurs étrangers afin d'améliorer la capacité concurrentielle des banques suisses dans ce domaine également.

De même que pour la solution en faveur des institutions étrangères de prévoyance sociale, il faut se référer aux réglementations étrangères sur la surveillance équivalentes aux règles suisses afin que seules les sociétés qui exploitent effectivement l'assurance-vie bénéficient de l'exonération.

*Art. 19, al. 3*

Les marchés boursiers présentaient jusqu'à présent une particularité: dans leur majorité, les titres les plus importants étaient traités à la bourse du pays où les sociétés concernées avaient leur siège. Par exemple, les actions suisses les plus importantes («blue chips») sont encore traitées à la SWX. Par ailleurs, on observera que le prix le plus proche de la réalité se forme à la bourse qui traite la majorité d'une catégorie de titres; cela étant, la majorité des clients ne veulent traiter les titres concernés qu'à cette bourse: en d'autres termes, le marché s'établit là où se trouve la plus grande «liquidité».

Ces derniers temps, le paysage boursier a commencé à changer. Il existe divers projets de fusion ou de coopération internationale entre les bourses. La place financière suisse n'échappera pas à cette évolution et aux innovations auxquelles il faut s'attendre. En raison de son avance technologique encore importante par rapport à d'autres bourses étrangères, la SWX possède un atout majeur qui devrait lui permettre de jouer un grand rôle dans ces transformations.

C'est pourquoi, la SWX développe un projet de coopération internationale destiné à mettre sa technologie à disposition d'une bourse étrangère. Le transfert du négoce des «blue chips» suisses à cette bourse étrangère constitue l'un des éléments fondamentaux de ce projet. Il doit empêcher la place financière suisse d'être reléguée au deuxième plan par rapport à d'autres projets de fusions des marchés boursiers. Cette coopération déterminera également si le SIS (SegaIntersettle) s'imposera dans la compétition boursière européenne ou s'il sera confiné dans un rôle purement local.

En assujettissant les membres étrangers d'une bourse suisse au droit de négociation (cf. art. 13, al. 3, let. e), le législateur s'en est tenu, dans l'arrêté fédéral urgent du 19 mars 1999, au principe d'après lequel le lieu de situation de la Bourse détermine l'application du droit de négociation. En d'autres termes, celui qui négocie à la Bourse suisse doit également payer le droit de négociation. De ce point de vue, il apparaît logique que les transactions effectuées, même par un commerçant de titres suisse, à une bourse étrangère bénéficient d'un allègement du droit de négociation. C'est également ce principe que suit l'exception de l'art. 19, al. 1, en vigueur qui allège le droit de négociation pour les opérations sur des titres étrangers avec des banques ou des courtiers étrangers.

Ce principe s'oppose au principe appliqué aujourd'hui selon lequel tous les commerçants suisses de titres sont assujettis d'emblée au droit de négociation, indépendamment du lieu où ils effectuent leurs transactions. Si on s'en tient à la réglementation actuelle, les commerçants de titres suisses resteraient débiteurs du droit de négociation même lorsqu'ils négocient des «blue chips» suisses à une bourse étrangère (gérée à l'aide de la SWX).

Si l'assujettissement des commerçants suisses de titres au droit de négociation subsistait pour leurs opérations sur les bourses étrangères et que les principales actions suisses étaient traitées à ces bourses étrangères, les banques suisses perdraient un segment du marché qui constitue une part importante du marché de la place financière suisse actuelle. En effet, les membres étrangers des bourses étrangères pourraient enlever facilement des clients aux banques suisses en insistant sur le fait qu'ils sont en mesure non seulement d'acquérir ou de livrer toutes les valeurs, y compris

les «blue chips» suisses, aux meilleures conditions, mais encore sans droit de négociation contrairement aux commerçants de titres suisses.

Pour cette raison, il est indispensable pour la réussite du projet de la SWX et capital pour l'avenir de la place financière suisse qu'en la matière, la loi suive la logique de l'imposition au lieu de situation de la bourse. Cette exception peut ainsi être limitée au minimum nécessaire afin qu'elle ne s'applique que lorsque le commerçant de titres suisse est également membre de la bourse étrangère. Comme l'art. 19, al. 1, la disposition proposée ne change rien au fait que le commerçant de titres suisse doit verser un (demi) droit de négociation pour les transactions réalisées avec ses clients.

Si la diminution des recettes (env. 50 millions de francs) liée à cette mesure est si modeste, c'est que beaucoup de transactions peuvent déjà passer par l'étranger et échappent ainsi au droit de négociation. C'est pourquoi, il est important de ne pas se contenter d'assister passivement à l'évolution du paysage boursier, mais, au contraire, de soutenir la compétitivité de la place financière suisse sur les marchés boursiers.

### **3 Conséquences**

#### **3.1 Conséquences financières et effets sur l'état du personnel**

Sur la base des chiffres de l'année 1999, les mesures proposées se traduiraient par une diminution des recettes de la Confédération de 490 millions de francs environ. En revanche, les cantons ne recevant plus de part sur le produit du droit de négociation, ils ne subiront aucune perte financière.

De plus, les mesures proposées n'ont pas de conséquence sur le personnel de la Confédération.

#### **3.2 Conséquences sur l'économie nationale**

Le Conseil fédéral estime que l'exonération des transactions conclues avec les investisseurs institutionnels renforcera nettement la compétitivité de la place financière suisse. Les allègements proposés ont également pour but d'améliorer la capacité concurrentielle internationale des banques et des sociétés financières suisses. Comme la révision du 4 octobre 1991, la présente modification doit leur permettre de garder sur le marché suisse des opérations qui risquaient d'être transférées à l'étranger et de reconquérir certaines transactions. Dans le même temps, les mesures proposées doivent également empêcher que les banques suisses ne transfèrent la gestion de fortune et les emplois qui y sont liés à leurs filiales à l'étranger et que la concurrence étrangère puisse augmenter ses parts de marché.

### **4 Planification de la législation**

Dans son rapport sur la planification de la législature 1999–2003, le Conseil fédéral a annoncé qu'il présenterait une solution ultérieure dans le domaine du droit de timbre de négociation.

## **5 Rapports avec le droit international**

### **5.1 Union européenne**

L'Union européenne ne possède pas de directives sur le droit de négociation. Dans le cadre de la concurrence fiscale, une grande partie des pays membres de l'UE ont cependant aboli ce droit. Avec les allègements prévus, la Suisse s'inscrirait dans la même tendance.

### **5.2 AGCS**

Les transactions réalisées par des commerçants de titres peuvent être considérées comme constituant une activité entrant dans le cadre de l'Accord général sur le commerce des services (AGCS) de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Conformément au principe de non discrimination entre les résidents et les non résidents, l'accord prévoit qu'un état membre ne doit pas discriminer un fournisseur de services financiers étrangers en le taxant plus lourdement; or, les mesures proposées dans ce projet de loi n'entraînent aucune discrimination de cet ordre.

## **6 Bases légales**

### **6.1 Constitutionnalité**

Le droit de négociation connaît aujourd'hui déjà un grand nombre d'exceptions (exonération de certaines catégories de transactions [p. ex. émissions d'obligations étrangères ainsi que négociation, achat et vente d'obligations étrangères, opérations avec les banques ou les agents boursiers étrangers] ou de certains domaines [p. ex. commerce de droits de souscription, commerce des Euro-obligations]) destinées à améliorer la compétitivité de la place financière suisse sur les marchés internationaux. La présente révision ne fait que suivre cette tendance, déjà amorcée dans la révision du 4 octobre 1991 et dans l'arrêté fédéral urgent du 19 mars 1999, dans l'intention d'assurer aussi longtemps que possible les effets positifs du droit de négociation sur les recettes de la Confédération. En l'occurrence, le présent projet respecte les principes de l'art. 127 de la Constitution (Cst.) régissant le droit fiscal. A l'objection selon laquelle le projet viole l'égalité de droit, on peut répondre qu'en exonérant la prévoyance (piliers 1 à 3), les dispositions proposées servent en premier lieu à répondre à des soucis de politique sociale et que les allègements en faveur des fonds de placement servent à diminuer la double imposition économique, sans compter que les institutions suisses et étrangères doivent bénéficier dans la même mesure de l'allègement du droit de négociation.

La compétence de la Confédération de prélever un droit de timbre sur les titres découle de l'art. 132, al. 1, Cst.

### **6.2 Forme juridique**

Vu l'importance et l'urgence des mesures proposées, il convient d'édicter une loi fédérale urgente.

## 6.3

### Urgence

L'urgence du projet est très étroitement liée à la coopération prévue entre la Bourse suisse et la Bourse anglaise virt-x (cf. ch. 1.3.3.1). Si les adaptations du droit de timbre de négociation n'ont pas été approuvées avant la réalisation de ces projets de coopération, il faudrait s'attendre à ce que

- les banques transfèrent autant que possible leurs opérations sur les titres suisses à leurs filiales à l'étranger, et que
- les investisseurs institutionnels (notamment les caisses de pensions suisses) passent à des banques étrangères leurs ordres d'achat ou de vente de titres.

Dans les deux cas, les mesures prévues sont urgentes. Comme le rappelle le ch. 1.3.2, le chiffre d'affaires des Bourses étrangères a augmenté beaucoup plus rapidement que celui de la Bourse suisse; de plus, le chiffre d'affaires des banques suisses pour les investisseurs institutionnels est inférieur à la moyenne internationale. Les investisseurs institutionnels qui achètent ou vendent des «blue chips» suisses à une bourse étrangère par l'intermédiaire d'un commerçant de titres suisse, doivent supporter le droit de négociation. En revanche, s'ils font exécuter leurs mandats par un commerçant de titres étranger, ils ne doivent pas supporter ce droit s'ils n'y sont pas soumis. Si la révision ne s'étendait pas aux art. 14 et 17 LT, les banques suisses seraient donc poussées à transférer à Londres non seulement leurs opérations sur des titres suisses, mais aussi la gestion des fonds des investisseurs institutionnels, ce qui montre bien qu'il faut également prendre des mesures dans ce domaine et que les objectifs visés ne seraient pas atteints si les mesures d'urgence se limitaient à la modification de l'art. 19 LT. Le but des mesures proposées n'est toutefois pas de supprimer le droit de négociation; en effet, pour des raisons budgétaires, la Confédération a encore besoin des recettes que lui rapporte cet impôt.

## 6.4

### Limitation et relation avec le train de mesures fiscales

Une loi fédérale urgente doit être limitée dans le temps; tout comme l'arrêté fédéral urgent du 19 mars 1999, la présente loi n'est valable que jusqu'au 31 décembre 2002. Le droit de négociation doit donc faire partie du train de mesures annoncé pour le 4<sup>e</sup> trimestre de cette année. Dans le cadre de ce train de mesures, il s'agira d'incorporer au droit ordinaire les mesures de l'arrêté fédéral urgent du 19 mars 1999 et celles de la présente loi. En ce qui concerne le traitement des banques étrangères affiliées comme «remote members» à la Bourse suisse, on devra encore examiner la question de savoir si celles-ci doivent toujours être considérées comme des commerçants de titres au sens de l'arrêté fédéral urgent du 19 mars 1999.