

KV

ROYAUME DE BELGIQUE

Avis 39.568/2

DE LA SECTION DE LÉGISLATION DU CONSEIL D'ÉTAT

Le CONSEIL D'ÉTAT, section de législation, deuxième chambre, saisi par le Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances, le 13 décembre 2005, d'une demande d'avis, dans un délai de trente jours, sur un projet d'arrêté royal "relatif à la présentation équitable des recommandations d'investissement et à la mention des conflits d'intérêts", a donné le 18 janvier 2006 l'avis suivant :

Comme la demande d'avis est introduite sur la base de l'article 84, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 1°, des lois coordonnées sur le Conseil d'État, tel qu'il est remplacé par la loi du 2 avril 2003, la section de législation limite son examen au fondement juridique du projet, à la compétence de l'auteur de l'acte ainsi qu'à l'accomplissement des formalités préalables, conformément à l'article 84, § 3, des lois coordonnées précitées.

Sur ces trois points, le projet appelle les observations ci-après.

Observation générale

Les articles 2 à 6 du projet, qui forment le chapitre II, intitulé "Production de recommandations", sont rédigés de telle manière que seules les personnes qui produisent les recommandations ou, plus généralement, participent à leur production sont assujetties aux obligations que les règles prévues dans ce chapitre établissent.

À cet égard, ces dispositions du projet s'écartent toutefois de celles qu'elles tendent à transposer dans l'ordre interne, à savoir les articles 2 à 6 ⁽¹⁾ de la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts.

Ces articles 2 à 6 visent, en effet, en tant que sujets des obligations dont les États membres ont à assurer le respect, non les producteurs - sensu lato - de recommandations, mais plus largement la ou les "personne(s) concernée(s)", ainsi définie(s) par l'article premier, 5, de la directive 2003/125/CE, précitée :

"5) par «personne concernée», on entend toute personne morale ou physique produisant ou diffusant des recommandations dans l'exercice de sa profession ou la conduite de son activité".

⁽¹⁾ Ces articles forment eux-mêmes un chapitre II, également intitulé "production de recommandations".

Le premier considérant du préambule de cette directive est du reste rédigé dans le même sens :

"La présentation équitable, claire et précise des informations ainsi que la mention des intérêts et des conflits d'intérêts rend nécessaire l'établissement de normes harmonisées, à respecter par les personnes qui produisent ou diffusent des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement destinées aux canaux de distribution ou au public. En particulier, l'intégrité du marché exige que la présentation d'informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement réponde à des normes élevées d'impartialité, de probité et de transparence."

La rédaction des articles 2 à 6 du projet doit par conséquent être revue afin d'étendre aux personnes qui diffusent les recommandations les obligations qu'ils prévoient, lesquelles n'incombent qu'au premier chef, mais non exclusivement, à celles qui prennent part à leur production.

Observations particulières

Préambule

Il y a lieu d'ajouter à l'alinéa 1^{er} ", inséré par l'arrêté royal du 24 août 2005", avant le point-virgule.

Dispositif

Article 1^{er}

Au paragraphe 2, il convient de préciser qu'il s'agit de l'article 2, 25°, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

Article 2

In fine de l'alinéa 1^{er}, il convient de reproduire littéralement la fin de l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/125/CE, précitée, qui est ainsi rédigée :

"(...) toute recommandation mentionne clairement et de façon bien apparente l'identité de la personne responsable de sa production, et en particulier le nom et la fonction de la personne physique qui a élaboré la recommandation ainsi que le nom de la personne morale responsable de sa production".

Il y aurait également lieu de remanier le texte de l'alinéa 2 qui devrait, dès lors, être rédigé de la sorte :

"Lorsque la personne qui la produit ou la diffuse est une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit, l'identité de l'autorité compétente dont elle relève est également mentionnée. Lorsque cette personne n'est ni une entreprise d'investissement ni un établissement de crédit, mais qu'elle est soumise à des normes d'autorégulation ou à un code de conduite, la recommandation fait référence à ces normes ou à ce code." ⁽²⁾

Article 4

1. Au début de cet article, mieux vaudrait, pour plus de clarté, écrire, comme au début de l'article 4, paragraphe 1, de la directive 2003/125/CE, précitée, "Outre les obligations énoncées à l'article 3", plutôt que "Sans préjudice de l'article 3".

2. Les mots "toute personne morale qui leur est liée,", qui figurent aussi dans l'article 4, paragraphe 1, précité, devraient être insérés entre les mots "les établissements de crédit," et "les autres personnes".

⁽²⁾ Article 2, paragraphe 2, de la directive 2003/125/CE, précitée.

3. Au 1°, il convient de préciser la notion d'émetteur en introduisant la définition visée à l'article premier, 6), de la directive 2003/125/CE, précitée.

4. À la différence du d), de ce même article 4, paragraphe 1, qui utilise l'expression "politique de couverture", l'article 4, 4°, du projet recourt aux termes "politique de publication", qu'il y a donc lieu de remplacer par ceux de la directive.

Article 6

1. Au début du paragraphe 1^{er}, mieux vaudrait écrire, comme au début de l'article 6, paragraphe 1, de la directive 2003/125/CE, précitée, "Outre les obligations énoncées à l'article 5", plutôt que "Sans préjudice de l'article 5".

Mieux vaudrait également utiliser les termes de cette disposition de la directive, "toute personne morale qui leur est liée ou toute autre personne concernée dont l'activité principale consiste à produire des recommandations", au lieu de "les autres personnes dont l'activité principale consiste à produire des recommandations, ou toute personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non".

2. Dans le paragraphe 3, le début de l'alinéa 1^{er} serait plus fidèle à l'article 6, paragraphe 3, de la directive 2003/125/CE, précitée, s'il était rédigé comme suit :

"En application de l'article 5, § 1^{er}, alinéa 2, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit mentionnent en particulier dans leurs recommandations (...)" ; quant à la fin de l'alinéa 2, il serait mieux rédigé de la sorte : "(...), les recommandations mentionnent le prix et la date d'acquisition de ces actions".

Article 8

Cet article constitue une version abrégée de l'article 8 de la directive 2003/125/CE, précitée, article intitulé "Norme générale concernant la diffusion de recommandations".

Contrairement à l'article 8 du projet, les effets de cette norme générale ne sont pas limités aux seules "personnes visées à l'article 7", c'est-à-dire celles qui diffusent une recommandation sous leur propre responsabilité; elle vise, en effet, plus généralement le cas où "une recommandation produite par un tiers est substantiellement modifiée dans l'information diffusée" ⁽³⁾ et celui "de la diffusion d'un résumé d'une recommandation produite par un tiers" ⁽⁴⁾. Ces hypothèses doivent donc être présentées de la même manière dans le projet.

En outre, à la fin de l'article 8, § 1^{er}, du projet, doit également être visé son article 2, comme c'est le cas dans l'article 8, alinéa 1^{er}, de la directive 2003/125/CE, précitée.

Enfin, ce même article 8, § 1^{er}, est partiellement en défaut de transposer l'article 8, alinéa 2, de la directive 2003/125/CE, précitée, suivant lequel :

"(...) les États membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que les personnes morales concernées qui diffusent, elles-mêmes ou par l'intermédiaire de personnes physiques, une recommandation substantiellement modifiée disposent d'une politique écrite formelle, de façon à pouvoir indiquer aux destinataires de l'information où trouver l'identité de la personne qui a produit la recommandation, la recommandation elle-même ainsi que la mention des intérêts ou des conflits d'intérêts de ladite personne, pour autant que ces éléments sont publics".

L'exigence d'une telle "politique écrite formelle" n'apparaît, en effet, pas dans le projet, dont l'article 8 doit, dès lors, être remanié pour mieux en aligner la rédaction sur celle des dispositions correspondantes de la directive.

⁽³⁾ Article 8, alinéa 1^{er}, de la directive 2003/125/CE, précitée.

⁽⁴⁾ Article 8, alinéa 4, de la directive 2003/125/CE, précitée.

Article 9

Au début de cet article, mieux vaudrait écrire, comme au début de l'article 9 de la directive 2003/125/CE, précitée, "Outre les obligations énoncées aux articles 7 et 8", plutôt que "Sans préjudice des articles 7 et 8".

Article 10

La mention, à l'article 10 du projet, du fait qu'il doit exister "des mécanismes permettant d'imposer le respect de ces règles" pourrait être interprétée comme l'ajout d'une condition que ne prévoit pas la directive 2003/125/CE, précitée.

Si, l'intention de l'auteur du projet est de préciser ce qu'il faut entendre par "réglementation produisant des effets similaires au sens de la directive", cet ajout n'a pas lieu d'être. Cette précision pourrait, en revanche, être apportée dans le rapport au Roi.

La chambre était composée de

Messieurs	Y. KREINS,	président de chambre,
	J. JAUMOTTE,	conseillers d'État,
Madame	M. BAGUET,	
Messieurs	G. VANDERSANDEN,	assesseurs de la section de législation,
	G. KEUTGEN,	
Madame	B. VIGNERON,	greffier.

Le rapport a été présenté par M. J.-L. PAQUET, premier auditeur.

LE GREFFIER,

LE PRÉSIDENT,

B. VIGNERON

Y. KREINS

KV

KONINKRIJK BELGIË

ADVIES 39.568/2

VAN DE AFDELING WETGEVING
VAN DE RAAD VAN STATE

De RAAD VAN STATE, afdeling wetgeving, tweede kamer, op 13 december 2005 door de Vice-Eerste Minister en Minister van Financiën verzocht hem, binnen een termijn van dertig dagen, van advies te dienen over een ontwerp van koninklijk besluit "betreffende de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten", heeft op 18 januari 2006 het volgende advies gegeven :

Aangezien de adviesaanvraag ingediend is op basis van artikel 84, § 1, eerste lid, 1°, van de gecoördineerde wetten op de Raad van State, zoals het is vervangen bij de wet van 2 april 2003, beperkt de afdeling wetgeving overeenkomstig artikel 84, § 3, van de voornoemde gecoördineerde wetten haar onderzoek tot de rechtsgrond van het ontwerp, de bevoegdheid van de steller van de handeling en de te vervullen voorafgaande vormvereisten.

Wat deze drie punten betreft, geeft het ontwerp aanleiding tot de volgende opmerkingen.

Algemene opmerking

De artikelen 2 tot 6 van het ontwerp, die hoofdstuk II vormen, met het opschrift "Uitbrengen van aanbevelingen", zijn zo geredigeerd dat alleen de personen die de aanbevelingen uitbrengen of, meer algemeen, meewerken aan het uitbrengen ervan, onderworpen zijn aan de verplichtingen die worden vastgesteld in de bepalingen van dit hoofdstuk.

In dat opzicht, wijken deze bepalingen van het ontwerp evenwel af van die welke ze beogen om te zetten in het interne recht, namelijk de artikelen 2 tot 6 ⁽¹⁾ van richtlijn 2003/125/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten betreft.

Die artikelen 2 tot 6 hebben immers niet betrekking op de uitbrengers - sensu lato - van aanbevelingen, als subjecten van de verplichtingen waarvan de lidstaten de naleving moeten verzekeren, maar meer algemeen op de "betrokken persoon (personen)", als volgt gedefinieerd in artikel 1, 5, van de voormelde richtlijn 2003/125/EG :

"5) «betrokken persoon» : een natuurlijke of rechtspersoon die in het kader van zijn beroeps- of bedrijfsuitoefening aanbevelingen uitbrengt of verspreidt".

⁽¹⁾ Deze artikelen vormen zelf een hoofdstuk II, dat eveneens het opschrift "uitbrengen van aanbevelingen" draagt.

De eerste overweging van de aanhef van die richtlijn is overigens geredigeerd in dezelfde zin :

"Voor een juiste, duidelijke en accurate voorstelling van informatie en bekendmaking van belangen en belangenconflicten zijn geharmoniseerde normen vereist die in acht moeten worden genomen door de personen die voor distributiekanaal of voor het publiek bestemde informatie voortbrengen of verspreiden waarin beleggingsstrategieën worden aanbevolen of voorgesteld. Om de marktintegriteit te waarborgen, moeten met name bij de voorstelling van informatie waarin beleggingsstrategieën worden aanbevolen of voorgesteld, hoogwaardige normen op het gebied van eerlijkheid, correctheid en transparantie in acht worden genomen."

De redactie van de artikelen 2 tot 6 van het ontwerp dient bijgevolg te worden herzien om de verplichtingen waarin ze voorzien, die in de eerste plaats, maar niet uitsluitend, gelden voor de personen die deelnemen aan het uitbrengen van aanbevelingen, uit te breiden tot de personen die deze aanbevelingen verspreiden.

Bijzondere opmerkingen

Aanhef

In het eerste lid dient voor de komma te worden toegevoegd :
", ingevoegd bij het koninklijk besluit van 24 augustus 2005".

Dispositief

Artikel 1

In paragraaf 2 moet worden gepreciseerd dat het gaat om artikel 2, 25°, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.

Artikel 2

In het eerste lid, in fine, moet het slot van artikel 2, lid 1, van de voormelde richtlijn 2003/125/EG letterlijk worden overgenomen, welk slot als volgt gesteld is :

"(...) dat in een aanbeveling duidelijk en opvallend melding wordt gemaakt van de identiteit van de uitbrenger ervan, en met name van de naam en functie van de natuurlijke persoon die de aanbeveling heeft opgesteld, alsook van de naam van de rechtspersoon die verantwoordelijk is voor het uitbrengen ervan".

De tekst van het tweede lid zou eveneens moeten worden herwerkt en bijgevolg als volgt moeten worden geredigeerd :

"Indien de persoon die de aanbeveling uitbrengt of verspreidt een beleggingsonderneming of een kredietinstelling is, moet eveneens de identiteit van de bevoegde overheid waaronder ze ressorteert worden vermeld. Indien die persoon geen beleggingsonderneming of kredietinstelling is, maar wel onderworpen is aan uit zelfregulering voortvloeiende normen of aan een gedragscode, moet in de aanbeveling worden verwezen naar die normen of die gedragscode." ⁽²⁾

Artikel 4

1. Vooraan in dit artikel is het voor de duidelijkheid beter, zoals in het begin van artikel 4, lid 1, van de genoemde richtlijn 2003/125/EG, te schrijven : "Behoudens de in artikel 3 neergelegde verplichtingen", veeleer dan "Onverminderd artikel 3".

2. De woorden "met hen gelieerde rechtspersonen", die eveneens voorkomen in het genoemde artikel 4, lid 1, zouden moeten worden ingevoegd tussen de woorden "kredietinstellingen" en "andere personen".

⁽²⁾ Artikel 2, lid 2, van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG.

3. In onderdeel 1° dient het begrip "emittent" te worden verduidelijkt door de definitie in te voegen die blijkt uit artikel 1, 6), van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG.

4. In tegenstelling tot punt d), van datzelfde artikel 4, lid 1, waarin de uitdrukking "dekkingsbeleid" gebezigd wordt, wordt in artikel 4, 4°, van het ontwerp het begrip "publicatiebeleid" gebruikt, dat dus vervangen moet worden door het in de richtlijn gebezigd begrip.

Artikel 6

1. Vooraan paragraaf 1 zou, net als vooraan in artikel 6, lid 1, van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG, beter geschreven worden : "Behoudens de in artikel 5 neergelegde verplichtingen", veeleer dan "Onverminderd artikel 5".

Het zou ook beter zijn om de volgende bewoordingen uit de richtlijn te gebruiken : "met hen gelieerde rechtspersonen of andere betrokken personen wier hoofdbedrijf het uitbrengen van aanbevelingen is" in plaats van "andere personen van wie de hoofdactiviteit bestaat in het uitbrengen van aanbevelingen, of in het kader van een arbeidscontract of anderszins voor hen werkzame natuurlijke personen".

2. Het begin van het eerste lid van paragraaf 3 zou beter aansluiten bij hetgeen bepaald wordt in artikel 6, lid 3, van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG, als het als volgt zou worden gesteld :

"In hun aanbevelingen vermelden beleggingsondernemingen en kredietinstellingen met toepassing van artikel 5, § 1, tweede lid, met name (...)" ; het tweede lid, in fine, zou beter als volgt worden gesteld : "(...), worden in de aanbevelingen de koers waartegen de aandelen zijn verworven en de verwervingsdatum vermeld".

Artikel 8

Dit artikel is een ingekorte versie van artikel 8 van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG, welk artikel het volgende opschrift draagt: "Algemene norm voor de verspreiding van aanbevelingen".

In tegenstelling tot artikel 8 van het ontwerp, zijn de gevolgen van die algemene norm niet alleen beperkt tot "de in artikel 7 bedoelde personen", dat wil zeggen zij die op eigen verantwoordelijkheid een aanbeveling verspreiden; die norm heeft immers meer in het algemeen betrekking op het geval waarbij "een door een derde uitgebrachte aanbeveling in de verspreide informatie ingrijpend wordt gewijzigd" ⁽³⁾ en op het geval waarbij sprake is van "de verspreiding van een samenvatting van een door een derde uitgebrachte aanbeveling" ⁽⁴⁾. In het ontwerp moeten die gevallen dus op dezelfde wijze worden voorgesteld.

Bovendien moet in artikel 8, § 1, in fine, van het ontwerp eveneens worden verwezen naar artikel 2 ervan, zoals het geval is in artikel 8, eerste alinea, van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG.

Tot slot dient te worden gesteld dat datzelfde artikel 8, § 1, geen volledige omzetting vormt van artikel 8, tweede alinea, van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG, waarin bepaald wordt dat :

"(...) de lidstaten er zorg voor (dragen) dat er geschikte regelgeving van toepassing is om te waarborgen dat de betrokken rechtspersonen die zelf of via natuurlijke personen een ingrijpend gewijzigde aanbeveling verspreiden, een formele, schriftelijk vastgelegde gedragslijn terzake volgen, zodat de personen voor wie de informatie is bestemd, worden doorverwezen naar een plaats waar zij toegang kunnen krijgen tot de identiteit van de uitbrenger van de aanbeveling, de aanbeveling zelf en de bekendmaking van de belangen of belangenconflicten van de uitbrenger, mits deze gegevens openbaar gemaakt zijn".

⁽³⁾ Artikel 8, eerste alinea, van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG.

⁽⁴⁾ Artikel 8, vierde alinea, van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG.

De vereiste van zulk een "formele, schriftelijk vastgelegde gedragslijn" blijkt immers niet uit het ontwerp, waarvan artikel 8 dan ook moet worden herschreven teneinde beter aan te haken bij hetgeen bepaald wordt in de daarmee overeenstemmende bepalingen van de richtlijn.

Artikel 9

Vooraan in dit artikel zou het beter zijn om, net als vooraan in artikel 9 van de voornoemde richtlijn 2003/125/EG, te schrijven "Behoudens de in de artikelen 7 en 8 neergelegde verplichtingen", eerder dan "Onverminderd artikelen 7 en 8".

Artikel 10

De bepaling in artikel 10 van het ontwerp dat er "mechanismen voorhanden (moeten) zijn waarmee de naleving van deze regels kan worden afgedwongen" zou kunnen worden opgevat als een aanvullende voorwaarde waarin niet voorzien wordt in de voornoemde richtlijn 2003/125/EG.

Indien het de bedoeling is van de steller van het ontwerp om te verduidelijken wat begrepen dient te worden onder "regeling die eenzelfde effect sorteert als bedoeld in de richtlijn", is die toevoeging overbodig. Die verduidelijking zou daarentegen wel kunnen worden opgenomen in het Verslag aan de Koning.

De kamer was samengesteld uit

de Heren	Y. KREINS,	kamervoorzitter,
Mevrouw	J. JAUMOTTE, M. BAGUET,	staatsraden,
de Heren	G. VANDERSANDEN, G. KEUTGEN,	assessoren van de afdeling wetgeving,
Mevrouw	B. VIGNERON,	griffier.

Het verslag werd uitgebracht door de H. J.-L. PAQUET, eerste auditeur.

De overeenstemming tussen de Franse en de Nederlandse tekst werd nagezien onder toezicht van de H. J. JAUMOTTE.

DE GRIFFIER,

DE VOORZITTER,

B. VIGNERON

Y. KREINS