KV

ROYAUME DE BELGIQUE

_ _ _ _ _ _ _ _ _ _

AVIS 44.832/2/V
DU 23 JUILLET 2008

DE LA SECTION DE LÉGISLATION
DU CONSEIL D'ÉTAT

_ _ _ _ _ _ _ _ _ _ _ _

Le CONSEIL D'ÉTAT, section de législation, deuxième chambre des vacations, saisi par le Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances, le 30 juin 2008, d'une demande d'avis, dans un délai de trente jours, sur un projet d'arrêté royal "fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation", a donné l'avis suivant :

Comme la demande d'avis est introduite sur la base de l'article 84, § 1er, alinéa 1er, 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.

1. À l'origine, les marchés réglementés (les bourses traditionnelles) jouissaient d'un quasi-monopole pour la confrontation des intérêts acheteurs et vendeurs de valeurs mobilières. De nouvelles "infrastructures" de négociation sont toutefois apparues. Elles permettent la divulgation multilatérale des positions de négociation ou d'ordres fermes ainsi que l'exécution des opérations résultant de la conjonction des offres et des demandes sans intermédiation du gestionnaire. Ces infrastructures sont appelées « systèmes de négociation multilatérale" (en anglais : "Multilateral Trading Facility", ci-après les "MTF").

Comme les marchés réglementés ont nécessité un encadrement juridique pour garantir leur qualité et que les MTF présentent des similitudes avec ceux-ci, le développement des MTF a conduit à organiser aussi un système de supervision comparable. Dans cette perspective, la directive MiFID [1] a rapproché les deux régimes.

2. Interrogé sur l'apparente différence de traitement réservée à Alternext, d'une part, et à Trading Facility et Easynext, d'autre part, le délégué du ministre a exposé :

> "L'existence de trois marchés (Alternext, Trading Facility et Easynext), en sus du marché réglementé Euronext, se justifie par une volonté de segmentation et de spécialisation de l'offre en matière de négociation d'instruments financiers. Ces trois marchés se positionnent dès lors de manière assez différente. Ce

(1) Pour "Markets in Financial Instruments Directive". Directive 2004/39/CE du Parlement et du Conseil, du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

positionnement a surtout trait aux instruments financiers admis à la négociation. De ce positionnement découle également la justification d'une approche différenciée, notamment du point de vue de la protection des investisseurs. En effet :

1. Alternext a été lancé comme un marché quasi-réglementé, offrant aux entreprises d'une taille plus modeste que les entreprises admises au marché réglementé l'opportunité d'un accès au grand public à des conditions très similaires à celles applicables à ces dernières. Cette caractéristique du marché justifie l'application de règles visant à protéger les investisseurs (le grand public), notamment les règles dites de "transparence" (obligations à charge des émetteurs, surtout en termes d'information périodique et occasionnelle, et règles concernant la déclaration des participations importantes). Ces règles s'inspirent fortement des règles applicables aux émetteurs admis à la négociation sur un marché réglementé, mais ont été assouplies à certains égards pour tenir compte de la taille plus modeste des entreprises.

2. Trading Facility est un marché de «secondary listings», sur lequel sont uniquement négociés des instruments financiers déjà admis sur un marché réglementé européen (ou sur un marché organisé (p.ex. non-européen) qui respecte des standards équivalents d'intégrité, de sécurité et de transparence). Etant donné que la protection des investisseurs est déjà assurée par les règles applicables sur cet autre marché, l'imposition de règles belges additionnelles en terme de transparence ne s'avère pas nécessaire. Pour autant que l'autre marché soit un marché réglementé (ce qui est, selon nos informations, actuellement le cas pour tous les instruments financiers admis au Trading Facility), l'article 14.6 de la directive MiFID ne permet d'ailleurs pas que l'émetteur soit assujetti à des obligations d'information financière supplémentaires par rapport à ce MTF.

3. Easynext est un marché récemment lancé pour des warrants et certificats. De par leur nature ces instruments financiers sont, comparés aux actions admises sur Alternext, des instruments spécialisés qui s'adressent dans une moindre mesure au grand public. Cette caractéristique du marché justifie que, contrairement à Alternext, l'application des règles de «transparence» ne soit pas étendue à ce marché. Ne s'agissant pas d'émetteurs d'actions, une partie des règles de «transparence» serait d'ailleurs sans objet."

3. S'agissant, de "Marché Libre", le délégué du ministre a indiqué :

"La justification du traitement différent réservé à Alternext par rapport au Marché Libre se trouve, à nouveau, dans la volonté de segmentation et de spécialisation de l'offre en matière de négociation d'instruments financiers. En effet, Alternext et le Marché Libre se positionnent de manière assez différente, même si tous les deux visent principalement l'admission à la négociation d'actions. Comme [...] expliqué [ci-dessus], Alternext a été lancé comme un marché quasi-réglementé, offrant aux entreprises d'une taille plus modeste que les entreprises admises au marché réglementé l'opportunité d'un accès au grand public à des conditions très similaires à celles applicables à ces dernières. Nonobstant la circonstance qu'Alternext vise des entreprises d'une taille plus modeste, l'admission est subordonnée à certaines conditions - plus souples que celles applicables au marché réglementé - en termes de «free float» (diffusion minimale des titres dans

le public : 2,5 millions - en cas d'offre publique ou 5 millions en cas de placement privé préalable à l'admission) et d'histoire financière (dépôt des comptes annuels pendant les deux exercices précédant la demande d'admission). Ces conditions d'admission font de sorte que ce marché n'est pas accessible à toutes les entreprises. Au Marché Libre, au contraire, des titres peuvent être admis à la négociation sans que des conditions similaires soient imposées. Par conséquent, ce marché est accessible à des entreprises qui ne satisfont pas nécessairement aux conditions d'admission qui sont d'application sur Alternext. Le Marché Libre n'a pas non plus pour vocation de se présenter comme un marché quasi-réglementé, ce qui explique l'absence de règles dites de «transparence» (obligations à charge des émetteurs, surtout en termes d'information périodique et occasionnelle, et règles concernant la déclaration des participations importantes). C'est d'ailleurs la raison pour laquelle, si l'admission au Marché Libre va de pair à une offre publique, la CBFA veille à ce que les risques intrinsèquement liés à un marché tel que le Marché Libre soient clairement mentionnés dans le prospectus."

4. Ces explications sont satisfaisantes et le projet n'appelle dès lors pas d'observation.

La chambre était composée de

Messieurs	Y. KREINS,	président de chambre,
	J. VANHAEVERBEEK,	conseillers d'État,
	M. PÂQUES,	
Madame	A.-C. VAN GEERSDAELE,	greffier.

Le rapport a été présenté par M. P. GILLIAUX, premier auditeur chef de section.

LE GREFFIER, LE PRÉSIDENT,

A.-C. VAN GEERSDAELE Y. KREINS

KV

KONINKRIJK BELGIË

ADVIES 44.832/2/V
VAN 23 JULI 2008

VAN DE AFDELING WETGEVING
VAN DE RAAD VAN STATE

De RAAD VAN STATE, afdeling wetgeving, tweede vakantiekamer, op 30 juni 2008 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 "houdende nadere regels voor bepaalde multilaterale handelsfaciliteiten", heeft 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.

1. Oorspronkelijk genoten de gereglementeerde markten (de traditionele beurzen) nagenoeg een monopolie voor het samenbrengen van de intenties betreffende het kopen en verkopen van effecten. Ondertussen zijn evenwel nieuwe "verhandelsystemen" opgedoken. Die systemen ondersteunen de multilaterale openbaarmaking van blijken van belangstelling of orders van ondernemingen alsook de uitvoering van verrichtingen ten gevolge van het samenkomen van vraag en aanbod zonder bemiddeling van de beheerder. Die systemen worden "multilaterale handelsfaciliteiten" genoemd (in het Engels: "Multilateral Trading Facility", hierna te noemen "MTF").

Aangezien voor de gereglementeerde markten een juridisch kader nodig bleek om de kwaliteit ervan te garanderen en de MTF's daarmee overeenkomsten vertonen, heeft de ontwikkeling van de MTF's ertoe geleid dat ook daarvoor een vergelijkbaar systeem van toezicht is uitgewerkt. Vanuit dat oogpunt zijn beide regelingen meer op elkaar afgestemd bij de MiFID-richtlijn [1].

---

(1) MiFID staat voor "Markets in Financial Instruments Directive". Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG van de Raad.

2. Naar aanleiding van vragen omtrent de kennelijk verschillende behandeling van Alternext, enerzijds, en Trading Facility en Easynext, anderzijds, heeft de gemachtigde van de minister het volgende uiteengezet:

"L'existence de trois marchés (Alternext, Trading Facility et Easynext), en sus du marché réglementé Euronext, se justifie par une volonté de segmentation et de spécialisation de l'offre en matière de négociation d'instruments financiers. Ces trois marchés se positionnent dès lors de manière assez différente. Ce positionnement a surtout trait aux instruments financiers admis à la négociation. De ce positionnement découle également la justification d'une approche différenciée, notamment du point de vue de la protection des investisseurs. En effet :

1. Alternext a été lancé comme un marché quasi-réglementé, offrant aux entreprises d'une taille plus modeste que les entreprises admises au marché réglementé l'opportunité d'un accès au grand public à des conditions très similaires à celles applicables à ces dernières. Cette caractéristique du marché justifie l'application de règles visant à protéger les investisseurs (le grand public), notamment les règles dites de "transparence" (obligations à charge des émetteurs, surtout en termes d'information périodique et occasionnelle, et règles concernant la déclaration des participations importantes). Ces règles s'inspirent fortement des règles applicables aux émetteurs admis à la négociation sur un marché réglementé, mais ont été assouplies à certains égards pour tenir compte de la taille plus modeste des entreprises.

2. Trading Facility est un marché de «secondary listings», sur lequel sont uniquement négociés des instruments financiers déjà admis sur un marché réglementé européen (ou sur un marché organisé (p.ex. non-européen) qui respecte des standards équivalents d'intégrité, de sécurité et de transparence). Etant donné que la protection des investisseurs est déjà assurée par les règles applicables sur cet autre marché, l'imposition de règles belges additionnelles en terme de transparence ne s'avère pas nécessaire. Pour autant que l'autre marché soit un marché réglementé (ce qui est, selon nos informations, actuellement le cas pour tous les instruments financiers admis au Trading Facility), l'article 14.6 de la directive MiFID ne permet d'ailleurs pas que l'émetteur soit assujetti à des obligations d'information financière supplémentaires par rapport à ce MTF.

3. Easynext est un marché récemment lancé pour des warrants et certificats. De par leur nature ces instruments financiers sont, comparés aux actions admises sur Alternext, des instruments spécialisés qui s'adressent dans une moindre mesure au grand public. Cette caractéristique du marché justifie que, contrairement à Alternext, l'application des règles de «transparence» ne soit pas étendue à ce marché. Ne s'agissant pas d'émetteurs d'actions, une partie des règles de «transparence» serait d'ailleurs sans objet."

3. In verband met "Vrije Markt" heeft de gemachtigde van de minister het volgende aangegeven:

> "La justification du traitement différent réservé à Alternext par rapport au Marché Libre se trouve, à nouveau, dans la volonté de segmentation et de spécialisation de l'offre en matière de négociation d'instruments financiers. En effet, Alternext et le Marché Libre se positionnent de manière assez différente, même si tous les deux visent principalement l'admission à la négociation d'actions. Comme [...] expliqué [ci-dessus], Alternext a été lancé comme un marché quasi-réglementé, offrant aux entreprises d'une taille plus modeste que les entreprises admises au marché réglementé l'opportunité d'un accès au grand public à des conditions très similaires à celles applicables à ces dernières. Nonobstant la circonstance qu'Alternext vise des entreprises d'une taille plus modeste, l'admission est subordonnée à certaines conditions - plus souples que celles applicables au marché réglementé - en termes de «free float» (diffusion minimale des titres dans le public : 2,5 millions - en cas d'offre publique ou 5 millions en cas de placement privé préalable à l'admission) et d'histoire financière (dépôt des comptes annuels pendant les deux exercices précédant la demande d'admission). Ces conditions d'admission font de sorte que ce marché n'est pas accessible à toutes les entreprises. Au Marché Libre, au contraire, des titres peuvent être admis à la négociation sans que des conditions similaires soient imposées. Par conséquent, ce marché est accessible à des entreprises qui ne satisfont pas nécessairement aux conditions d'admission qui sont d'application sur Alternext. Le Marché Libre n'a pas non plus pour vocation de se présenter comme un marché quasi-réglementé, ce qui explique l'absence de règles dites de «transparence» (obligations à charge des émetteurs, surtout en termes d'information périodique et occasionnelle, et règles concernant la déclaration des participations importantes). C'est d'ailleurs la raison pour laquelle, si l'admission au Marché Libre va de pair à une offre publique, la CBFA veille à ce que les risques intrinsèquement liés à un marché tel que le Marché Libre soient clairement mentionnés dans le prospectus."

4. Die uitleg is toereikend en het ontwerp geeft dan ook geen aanleiding tot opmerkingen.

De kamer was samengesteld uit

de Heren	Y.	KREINS,	kamervoorzitter,
	J.	VANHAEVERBEEK,	staatsraden,
	M.	PÂQUES,	
Mevrouw	A.-C.	VAN GEERSDAELE,	griffier.

Het verslag werd uitgebracht door de H. P. GILLIAUX, eerste auditeur-afdelingshoofd.

De overeenstemming tussen de Franse en de Nederlandse tekst werd nagezien onder toezicht van de H. R. ANDERSEN, eerste voorzitter van de Raad van State.

DE GRIFFIER, DE VOORZITTER,

A.-C. VAN GEERSDAELE Y. KREINS